当代金融名著译丛

金融体系中的投资银行

〔美〕查里斯·R·吉斯特/著

郭 浩/译



经济科学出版社

当代金融名著译丛

金融体系中的投资银行

[美]查里斯·R·吉斯特 著
Charles R. Geisst
(美国曼哈顿学院)
郭 浩 译



经济科学出版社

责任编辑:王书燕
责任校对:段健瑛
封面设计:卜建辰
版式设计:代小卫　周国强
技术编辑:刘　军

金融体系中的投资银行
查里斯·R·吉斯特 著
郭　浩 译
*
经济科学出版社出版、发行　新华书店经销
北京印刷一厂印刷
出版社电话:62541886 发行部电话:62568479
经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路 66 号
邮编:100086
*
787×960 毫米　16 开　17.5 印张　290000 字
1998 年 1 月第一版　1998 年 1 月第一次印刷
印数:0001—5000 册
ISBN 7-5058-1347-1/F·954 (平)定价:29.00 元
ISBN 7-5058-1369-2/F·971 (精)定价:41.00 元

图书在版编目(CIP)数据

金融体系中的投资银行／(美)吉斯特(Geisst,C. R.)著;郭浩译. 一北京:经济科学出版社,1998. 2
(当代金融名著译丛)
书名原文:Investment Banking in Financial System
ISBN 7-5058-1347-1

Ⅰ. 金… Ⅱ. ①吉… ②郭… Ⅲ. 投资银行-研究 Ⅳ. F830. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 29711 号

Investment Banking in the Financial System

Charles R. Geisst
Manhattan College

图字 01－97－1480 号

当代金融名著译丛

翻译编辑委员会

谨以此书献给玛格丽特和玛姬

丛书总序

(一)

经过近20年的改革与发展,中国经济走上了一条持续高速发展的不归之路。在每一个发展过程中,经济的增长、资金的筹集与流动、对外贸易的发展与外资的流入、资本市场的建立、货币市场工具的使用、间接宏观调控手段的效果,以及通货膨胀的出现与控制、国有企业的改革,都涉及到金融体制的设计与运行的有效性。随着经济改革的深入,我们越来越感到金融的重要;随着市场的发展,我们越来越觉得运用金融手段必不可少。

80年代,我们呼吁金融改革,目的在于唤醒经济管理部门与操作部门的金融意识,其结果是金融体系大扩张并伴随着金融运作系统的相对滞后;进入90年代,证券市场的建立对全民进行了一次现实的金融"扫盲",但无情的市场一次又一次地戏弄着众多的具有模糊金融意识的投资者。金融体系扩张,又收缩,使我们开始冷静下来研究问题,我们需要的不再是轰动效应,而是操作技巧。

1997年的亚洲金融危机,使我们更现实地认识到金融操作的重要性。而中国经济改革也确实深入到了操作阶段。比如,如何管理我们的银行体系,如何防止金融风险,如何运用新的金融工具创造收益,规避风险,如何进行资本运作,搞活大中型国有企业,实现经济结构调整。这些问题的解决需要我们深入了解金融运行的规律,真正学习一些技能,提高我们的管理水平。

我们还常常感叹大学教育中的教材老化,离现实太远,特别是经济学,讲一般理论多,讲现代管理操作少。尤其在经济迅速

走向市场化以后，这个矛盾更为突出。

(二)

中国人民银行研究生部自1981年成立以来，一直致力于中国金融教育的改革试验，并取得社会的广泛认同。它采用教授聘请制，从国内外聘请优秀的教授来校任教，这些教授的精彩讲授使学生获益颇多。

自1994年以来，研究生部在世界银行的帮助下又一次更新了课程计划，增添了不少国际上最新的，且与我国经济发展紧密相关的金融课程。这些课程由国外的金融学教授主讲，他们带来了国际上最新的金融教材与参考书。这些教材和参考书由知名金融学教授和专家所著，在国际上有很大影响，它们不仅适用于我部研究生，而且对我国的整个金融管理和金融教育都有很大的参考价值。因此，我们决定把它们译成中文，定名为"当代金融名著译丛"，让更多的人能够从中获益。

这个翻译计划得到经济科学出版社和中国金融教育基金会的大力支持，同时，中国著名的金融教授，前中国证监会主席刘鸿儒和中国人民银行研究生部名誉主任甘培根教授作为本译著系列的顾问，也给予了多方面的指导。特别值得指出的是，经济科学出版社的编辑王书燕女士在本丛书的选题，与国外出版机构的版权交涉以及组织翻译、编辑等方面做了大量的工作。

中国经济与金融有许多不同于发达国家的地方，但金融运行规律和操作技巧则是国际上通行的，也是中国金融要逐步靠近的。这套译著是经过我们严格挑选后审慎购买国外版权，并精心组织翻译的。若此译著系列能让读者完整地了解市场经济下金融运作的精髓，改善我国的金融管理，我们的愿望就达到了。

唐旭

1997年12月

中文版序言

现代投资银行作为一个行业，在发达国家起码已有五六十年历史了，中国的投资银行业尽管后进，但也有好几年的经验了。然而，从理论上系统概括投资银行业务的目的、范围、功能以及与其他经济因素的关系的书籍，却少之又少，非常罕见。不但在中国极难找到有关投资银行的书籍，即使在投资银行最为发达的美国，也是踏破铁鞋无觅处。90 年代初，我在美国做访问学者时，就试图物色有关书籍，结果是无功而返。1995 年再次赴美，那时我已进入投资银行业工作，对与投资银行有关的文献更感兴趣，几乎走遍纽约大小书店，但成效甚微，只找到一本讲述投资银行业发展历史的书，重点是讨论投资银行业在伦敦、纽约和东京三个金融中心的发展。所以，当我听说郭浩先生已经翻译完成了这本有关投资银行的教科书，感到非常惊讶。我不知道他从哪里获得这一“稀世珍宝”，但我可以预见本书出版对中国的投资银行发展的影响。

投资银行和商业银行是两种不同性质的银行。商业银行主要从事储蓄和存贷款业务，投资银行主要从事证券业务。在世界范围内，证券如股票和债券的存在，至少有五六百年的历史。我记得前几年访问荷兰时，那里的人告诉我，阿姆斯特丹股票交易所是世界上最古老的交易所，成立至今已有五六百年的历史。1992 年，纽约股票交易所也庆祝了它的二百年诞辰。不过，尽管证券承销和证券交易由来已久，但它们可能只是银行多种业务中的一种。换言之，早年的银行是无所谓投资银行和商业银行的，法律上对银行的业务范畴没有作出明确区分。比如本世纪初在美国的金融寡头 J.P.摩根公司，不仅从事存贷款业务，也参予大量证券业务。

现代意义上的投资银行实际上起源于美国在本世纪 30 年

代通过的“格拉斯·斯蒂格尔法案”。该法是30年代世界经济大萧条的产物。许多人认为,商业银行将大量存款资金贷放到股票市场,吹起了股市泡沫,而当泡沫破灭之后,股票市场崩溃引发出银行体系崩溃,最终导致经济的全面崩溃。为避免再次发生类似危机,也为了保护商业银行的安全发展,有必要切断银行资金向股市流动的通路,也就是银行业与证券业要分家。“格拉斯·斯蒂格尔法案”第一次明确了商业银行与投资银行的分野,并且将当年主宰美国金融业的J.P.摩根公司限制于商业银行领域,而J.P.摩根公司中的证券业务部独立出来,成立了摩根·斯坦利公司,专营股票和债券的业务。后来的研究专家一般认为J.P.摩根的那次分家标志着现代投资银行的诞生。

可以说,“格拉斯·斯蒂格尔法案”塑造了30年代以后美国银行业的格局。不仅如此,战后许多新兴国家在重建本国的金融体系时,在很大程度上也参照了这一法案的精神。中国的证券市场兴起之后,政府也反复强调银行业与证券业的分离。这多少也是受到这一法案的影响。由此可见“格拉斯·斯蒂格尔法案”的威力。不过,时至今日,在美国,“格拉斯·斯蒂格尔法案”已经日益受到抨击。实际上,除了法案中有关银行业与保险业分离的内容仍然有效外,其他内容多已失效。尤其是银行业与证券业的分离更已接近于历史。商业银行重新进入投资银行领域,投资银行开发商业银行业务,已经是不争的事实。当然,走到今天这一步,美国的银行业付出了巨大的代价。“格拉斯·斯蒂格尔法案”曾试图通过分离证券业务来确信商业银行不受风险,这样反而把银行束缚在日薄西山的业务中去,剥夺了本来可以使它们保持明智和健康的利润。总起来看,商业银行是“格拉斯·斯蒂格尔法案”的受害者,而投资银行是获益者。投资银行在30年代以后的二三十年中也经历了低迷时期,但是,近20年来,商业银行在整个金融界中的地位日益下降。造成商业银行发展困难的根本原因是两个:一是其资产业务方面的,二是其负债业务方面的。从资产方面看,商业银行的一流客户大量流失,原因是信用达到投资级(即3B以上)的企业可以直接到证券市

场融资，如发行公司债券、商业票据等，以取代银行贷款，这样商业银行的贷款对象就受到很大影响，有钱无处贷。后来，很多二三流客户也流失了，因为它们可以在市场上发行所谓高收益债券，也就是“垃圾债券”。如此下去，商业银行的资产业务只能萎缩。从负债方面看，情况更不乐观，由于银行储蓄利率长期低于市场利率，越来越多的家庭将储蓄资金放在共同基金之中，于是出现了所谓“脱媒”现象，即社会资金脱离了银行这一媒介而直接流入证券市场。商业银行的困难之时，正是投资银行的发迹之日。美国的投资银行在近 20 年获得了十足的发展，尤其是近 10 年，几乎达到了呼风唤雨的地步。如果把这一时期美国商业银行和投资银行的盈利情况作一比较分析，就很清楚了。在这种背景下，商业银行坚持不懈地游说政府，要求取消法律上的限制，并重返投资银行领域。1989 年，美国联储批准 J. P. 摩根公司重返证券行业，自此以后，重量级的商业银行也都纷纷设立了各自的证券机构。

另一方面，投资银行在骄横跋扈之时，也暴露出自身的一系列弱点。投资银行所立身的证券市场充满了风险，随着金融工具的愈益复杂，金融风险也相应增加。投资银行在搏取高盈利的同时，面临着高风险对其安全性的巨大挑战。尽管投资银行可以设计很多技术手段来规避风险。但是从本质上说，大多数投资银行最缺乏的还是资本金。因此，投资银行也开始了向商业银行领域的渗透，以拓宽自身的资金基础。现在很多投资银行帮助客户进行所谓“现金管理”实际上就是一种商业银行业务。美国的一些全球性投资银行，为回避法律上的限制，就绕道欧洲设立商业银行，然后再杀回美国开展业务。在欧洲，许多商业银行和投资银行为了生存和竞争，干脆合并起来。作为一种趋势，商业银行与投资银行之间的界限将越来越模糊，投资银行的业务越来越**多样化**。用更时髦一点的语言，不管是商业银行，还是投资银行，最终都要发展成所谓“金融服务企业”，也就是向客户提供全方位的金融服务，既包括商业银行业务，又包括投资银行业务，甚至其他金融产品，比如资产管理等。

今天,证券市场上交易的本质已不在于证券本身,而在于证券所包含的或证券背后所意味着的各种信息。过去几十年的金融教科书一向认为间接金融优于直接金融,也就是说,银行融资优于证券融资,理由主要是银行融资的规模经济性、低成本性以及特有的化短为长、集少成多的嬗变功能。但是,近一二十年的金融发展摧毁了这种理论。事实上,在世界范围内,证券市场越来越成为国际金融中的主要融资渠道。我觉得,证券市场的生命力主要在于信息披露。比如在股票市场的信息披露方面,除了所有上市公司定期公布财务报表之外,市场本身所提供的信息数据也是相当可观的。证券交易所每天都会公布所有上市公司股票价格变动情况、交易数量、涨跌最大的股票、股息红利送配情况以及反映整个市场的价格指数等统计资料。在众多的市场分析报刊中,人们也能找到每个股票的平均市盈率或者每项金融资产的实际收益率。股票市场的行情一向被人们视为经济的晴雨表。而寻求各种投资项目的企业往往通过证券市场发现值得投资的行业,甚至具体的企业。当然,投资的含义并不仅仅局限于建立一个新的投资工程之类,它也应该包括诸如联营、收购和兼并等其他形式。总之,证券市场通过资金的流动和信息的流动从而构成一个独特的资源配置机制。

当世界已经迈入信息时代之后,今天的投资银行面临着另一个巨大挑战。从前,投资银行作为证券发行者与证券投资者之间的中间商,将两者沟通起来,即可收取丰厚的佣金。这种服务在信息不畅、通讯不足和资本市场无效的环境中是必不可少的。但是,今天,关于资本需求、资本供应以及资本价格的信息充斥于世,尤其当电脑网络化以后,这类信息更是俯拾皆是。电脑本身足以将证券的买卖双方匹配结合,使交易自动地顺利完成。世界上越来越多的证券交易所正在推行电脑化,用电脑来完成从前靠人工完成的各项交易作业。全球市场的 24 小时交易完全是建立在信息基础上。为适应这种形势,投资银行正在投入大量人力财力来实现自身的**信息化**。信息技术的日新月异正在改变投资银行的运作方式,包括投资银行与客户的相互关

系以及投资银行内部各部门各职员之间的互动关系。

投资银行之间的竞争早已走出国界。金融服务于经济。目前世界各国最大的公司企业基本上都是跨国公司。与此相对应的,必然是跨国银行。投资银行走在这种跨国业务的前列。无论是美国的、日本的,还是欧洲各国的第一流投资银行都在这方面作出了巨大的努力。投资银行在**全球化**方面争先恐后的努力,是有其原因的。首先,发达国家国内过剩的资金供应推动着投资银行走向国际业务,尤其是开发在新兴市场国家的业务,而新兴国家对资金的渴求,正好使投资银行的勃勃野心得以实现。其次,全球化有利于投资银行缓和它们受本国经济周期的困扰。经验证明,投资银行业务受周期性因素影响很大。从理论上说,业务全球化之后,当本国经济下滑时,它可以从别国经济的上升中求得平衡。当然,近几年各国经济联系愈益增强,一荣俱荣、一损俱损的现象愈益明显。比如,最近亚洲各国发生金融危机,对欧美市场造成明显冲击。再次,出于竞争市场份额的考虑,70年代欧洲债券市场迅速发展时,一些投资银行犹豫不决,裹足不前,以至于失去了竞争机会,所以近几年当全球性市场呈现在面前时,谁也不愿落在后面。在未来5～10年间,跨国的投资银行在全球范围内的竞争会日趋白热,竞争的结果将是投资银行的数目大大减少,投资银行的规模将大大扩大。可以预计,全世界的投资银行业务将在10家左右甚至更少的机构之间瓜分。鹿死谁手,目前尚难预料,但是,全球化的趋势已经昭然若揭。

中国的投资银行业正在发展。听说中国的权威部门也正在考虑培育一流的投资银行。办一家高质量的投资银行需要诸多条件,但是,投资银行的真实价值所在主要是人。什么样的人做什么样的事。目前中国缺乏的正是这方面的人材。从这个意义上说,这本书的出版倒是恰逢良辰,希望它对培养中国的投资银行人材产生作用。最后必须指出的是,投资银行业务操作性极强,光读不练是不行的。人材主要从实践中产生。尤其在这个领域,实践可以说是法宝。早几年在华尔街进修的时候,曾经问过一些有经验的人士,为什么华尔街的很多经验和故事没有纪

录在书本上，回答是华尔街重在口传而不是书传。这可能也是到目前为止，系统阐述投资银行的书籍还少得可怜的一个原因。

感谢郭浩先生辛勤努力，译出此书，为中国的投资银行文献填补了一个空白。

贝多广

1997年12月31日于北京昌平

原版前言

投资银行业仍然是一个极其神秘的金融中介机构。尽管谈论的人很多，但却很少有人能说清楚这个机构的业务范围、功能以及它在经济活动中扮演的角色。

本书讨论了学生们提出的数不清的问题，有的简单有的复杂，诸如投资银行如何开展业务，它包括哪些中介活动，在未来银行体系中它将扮演什么角色。我们努力地尽可能多地回答问题，但所有答案都不是最终的，因为世界金融市场越来越趋向紧密结合，通讯手段的进步使世界越来越小，整个银行体系也随之飞速变化。很遗憾，在这本书里有些问题回答得深度不够，还有些问题根本没有涉及到。为了使内容安排紧凑，我们仅讨论了历史上和当代投资银行业务的显著发展，忽视了那些转瞬即逝的东西。当金融环境发生变化时，投资银行也曾象其他金融机构一样发生变化，但是一个不变的事实是，从 19 世纪以来，这一行业始终是经济增长的关键因素。

我非常感谢曼哈顿学院的路易斯·F·卡巴勃基金对本书写作所提供的帮助。同样感谢奥本大学的詹姆斯·巴恩和休斯顿大学的萨缪尔·蓬卡对本书中肯的批评和建议。最后，还要感谢曼哈顿学院的赫伯特·威尔在本书刚刚酝酿时所提出的宝贵建议。不用说，本书的全部错误和遗漏均由本人负责。

查理斯·R·吉斯特

导 论

顾名思义,投资银行业务对经济至关重要。有些时候它的名字意味着财富和力量,另一些时候它的出现却激起了政府、出版界和公众们难于言表的非议。有些时候它是多功能银行机构不可或缺的金融业务,另一些时候它又被剥离出去,在更严格的监管下操作。一旦进入颇为宽松的操作环境,它又变成国家中管制最严的行业。但是抛开它的变化和变色龙般的特性,投资银行业始终处于美国和其他资本主义国家市场经济的核心位置。

与投资银行业在其他发达工业化国家的发展不同,美国的投资银行业是与商业银行业分离的,这一发展趋势一直维持到本世纪 80 年代初改革出现之前。投资银行业的美国经验有时显得有些空洞无力,特别是在 20 世纪 20 年代末和 30 年代初。当大萧条的众多灾难性事件已经蜂拥至投资银行家的门口时,才匆匆通过立法将投资银行业与商业银行业及吸收公众存款分离开。这一遗产保留到了今天,虽然已经有了许多成功的尝试缓解了 1930 年法案的压力,这些尝试允许银行机构在国际资金流动和通讯手段飞速发展的时代更大自由地寻求新业务。

尽管有许多传奇和逸事围绕着投资银行业,它始终是一项隐藏不露的中介活动。它将寻找新资本和投资者(通常是机构投资者)的实体聚合在一起。作为从事批发业务的中间人,它自身的功能或是投资主体,或是代理人,或者兼而有之。当投资银行向公司提供收购战略的建议时,它的所有功能更是一回事了。实际上除了零售经纪业务以外,几乎所有的投资银行活动都是机构间的批发业务,而不是面向公众的业务。

同其他行业一样,投资银行业有自己的一套词汇和字典。其中的许多术语是传统的公司财务和商人行话的杂汇,有些已经有点过时。这种

语言反映出投资银行业历史和自身特征的变迁。以《格拉斯-斯蒂格尔法案》(the Glass-Steagall Act)(1933年)在全联邦范围内颁行为先导,商业银行被禁止进行公司证券市场的操作,此前的所谓投资银行业务就意味着证券的承销和分销。真正的重点是放在证券的承销上,在本世纪20年代末和30年代初证券的分销与今天有些不同。接下来的第一章会讲到,投资银行家们把他们的时间和精力花在协助公司设计交易和证券上,以帮助它们融资。一旦完成方案,他们实际上会利用经纪人去向零售和机构的投资公众出售这些证券。基于这些做法,投资银行业树立了自己所谓"干净"的形象,那些肮脏的销售工作留给了别人去做。

这种做法一直保持着,直到二次大战后美国不断增长的融资需求开始对银行家们的资本根基产生了压力。一系列的法律限制加上美国工业无止境的资金需求,迫使投资银行家们与他们的公司客户们一起以变应变。投资银行家们开始更富有竞争性,他们的目光也不再局限于承销业务,原先温馨的气氛消失了。经纪和交易业务逐渐成为投资银行家们的底牌。但是最普遍意义上的经纪业务——零售经纪业却没有被众多的传统投资银行家所瞩目,他们把注意力转向了整批交易、二级市场操作、风险冲抵、兼并与收购以及后来的商人银行业务,以期能对传统的承销业务进行更多的补充,从而跻身于承销商的排名前列。

由于这些变化的趋势,投资银行业务现在分成了明显的三部分:**承销业务(underwriting)**,或证券的新发行;**收费的银行业务(fee banking)**,涉及并购顾问、证券与经济研究、其他形式的金融咨询等赚取费用的活动;**交易(transaction)**,包括二级市场交易、公司的自营交易和零售经纪业务。当然这些简单的区分并不是一目了然的。向客户的潜在收购意向提供顾问,同样需要一级或二级市场上的某些操作,或者结合两个市场的操作。一些机构会称这种活动为并购业务,而另一些可能称它为公司财务。有时很明显,某种所需的特定技巧不为投资银行所掌握,那么出于解释的便利这种技巧以及相关的活动就会被纳入上述某一个目录当中。

既然投资银行业在过去的50年间不断扩展,当然有许多定义和活动在当年无法为人想象,而今天却成了许多投资银行家谋取利润的中心活动。但是,这个行业仍旧保持了对自身的一个传统看法:投资银行业务首先意味着证券的承销。其他活动尽管重要和发展巨大,但是承销业务和辛迪加组织的威名仍然是这个行业的印记。这一特征在过去的20年间显得越来越力不从心,许多新的市场和产品被设计出来了。在90年代初,据行业口径统计,证券承销仅占了整个投资银行业务利润的10%不

到,但是大多数证券商仍旧长期有志于这项业务。基于这种原因,我们首先对证券承销作一个定义,在后面还会用很大的篇幅讨论下面没涉及的部分—证券承销作为利润发动机的地位。

承销新发行证券

新发行证券的承销是整个投资银行业务的靠山,在这个圈子里,大多数术语保持了相当多年不变。**证券交易委员会(the Security and Exchange Commission 或 SEC)**完善或修改了30年代初的证券法案,术语的变动多数都来自于证券交易委员会所颁布条例的实践和解释中。第一章里详细描述了主要法规的变迁。但是,基本定义在今天和70年前一样地可以辨认。

公司的新发行证券在进入市场之前,需要得到一家投资银行的承销建议和承诺。承销,简单地解释就是投资银行家已经承诺购买这些证券。投资银行帮助设计证券,然后从发行者手中买下它们,目的是尽快地向投资者脱手。通常,新发行证券不会被最早的投资银行独家全额认购,而是会联合其他机构组成辛迪加。通过辛迪加组织,最早的一家投资银行邀请其他人认购证券的一部分,并让他们相应地按事先谈好的比例收取费用。最早的那家投资银行就成为交易的**牵头经理人(lead manager)**。如果不止一家牵头人,那整个集团就被称为**联合牵头经理人(co-lead manager)**。直接跟公司打交道的投资银行负责组织辛迪加并代表辛迪加向公司最终付款。所以,这样的投资银行就被称为证券发行的**簿记员(bookrunner)**。

投资银行认购证券和对承诺、风险进行计算的过程中,会有一些变动。这些变动将在后面涉及股票和债券的章节中谈论到。承销商在交易中承诺的资本越大,其在辛迪加中的地位就越高。除了牵头经理人,交易的统治集团还包括**经理人(manager)**,经理人往下还有承销商。这一点请参见图1-1。

承销商还有更细的等级划分。在**证券发行公告或墓碑广告(tombstone ad.)**(即为新证券发行作广告的基本形式)中可以看到,承销商被分为**主承销商(major bracket)**、**辅承销商(mezzanine bracket)**和**次承销商(submajor bracket)**。一家投资银行在集团中的位置由它承销全部发行证券的金额比例决定(参见图1-1)。证券发行公告中并没有列出每家承销商的认购金额,认购金额可以在伴随公司新证券发行的**募股说明**

图 1-1

证券发行公告

This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of these securities.
This offering is made only by the Prospectus.
New Issue/June 18, 1992

12,100,000 Shares



Common Stock

Price $14.25 Per Share

Copies of the Prospectus may be obtained in any State in which this announcement is circulated from only such of the Underwriters, including the undersigned, as may lawfully offer these securities in such State.

9,680,000 Shares
United States Offering

J.P. Morgan Securities Inc.

The First Boston Corporation

Salomon Brothers Inc

Bear, Stearns & Co. Inc. | Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation | A. G. Edwards & Sons, Inc.

Lehman Brothers | Merrill Lynch & Co. | Morgan Stanley & Co. Incorporated | Oppenheimer & Co., Inc.

PaineWebber Incorporated | Smith Barney, Harris Upham & Co. Incorporated | UBS Securities Inc.

Advest, Inc. | Arnhold and S. Bleichroeder, Inc. | Dominick & Dominick Incorporated

First Manhattan Co. | Howard, Weil, Labouisse, Friedrichs Incorporated | Interstate/Johnson Lane Corporation

Janney Montgomery Scott Inc. | The Robinson-Humphrey Company, Inc.

Scott & Stringfellow Investment Corp. | Stephens Inc. | Stifel, Nicolaus & Company Incorporated

Tucker Anthony Incorporated | Wheat First Butcher & Singer Capital Markets

2,420,000 Shares
International Offering

J.P. Morgan Securities Ltd.

Credit Suisse First Boston Limited

Salomon Brothers International Limited

Carnegie Fondkommission AB | Dresdner Bank Aktiengesellschaft | Robert Fleming & Co. Ltd

Paribas Capital Markets Group | S. G. Warburg Securities | Swiss Bank Corporation

1991 Gross Income $61.3 billion

书(prospectus)中找到,这是证券交易委员会规定的。图 1-2 是一份简单的募股说明书的第一页。

不同的地位等级在牵扯的收入和费用金额上略有不同。当发行人和牵头经理人起初谈判交易条款时,他们已经议定支付给承销商们的费用。根据证券种类的不同,实际的付费会有不同。牵头经理人按交易的比例收到费用后,他将按照辛迪加内各成员承诺承销的地位分配这些费用。承销商们的所有遵守条款和责任都写在**承销协议书(underwriting agreement)**中。这份法律文件是每个承销商与发行人之间的约定,每个承销商都必须单独与发行人签署协议。

尽管证券发行公告在投资银行行业中十分重要,它揭示了一家投资银行在一桩交易中的位置,然而这只不过是证券交易委员会监管的整个业务长链中的一节。按照监管机构的规定,任何向公众出售的证券都必须在实际发行前向该机构注册。这些年来,**注册手续(registration process)**有过变动,但仍旧需要提供有关资产负债表、损益表、执行及董事人员年薪和其他财务状况方面(包括一切潜在的可能改变公司财务状况的破坏或风险性事件)的相关资料。按照规定,如果一家公司没有履行充分披露义务,或者被证明是蓄意误导投资者,它就违反了证券法。其投资银行也将被指控为同样的罪名。如果一家公司提供了错误的信息,它就必须无条件地对其行为承担它行为的全部责任。如果投资银行未能发现这些错误,它也必须承担有条件的责任,视其在发行中的参与程度将由其承担相应的责任。

投资银行家们用一种程序来确保他们的客户公司已经提供了充分相关的信息,这种程序被称作**评鉴听证(due diligence)**。在该程序中,牵头经理人召集会议邀请全部承销经理人集体参加,一起讨论发行人的发行计划和财务表现。如果涉及要求发行人**竞价投标(competitive bid)**而不是协商成交的发行案例,评鉴听证必须包括一次**信息讨论会(information meet)**。下面第一章里我们会看到,80 年代初期,新发行市场因为发行人蜂拥而至筹措新生资本而变得拥挤不堪,市场条件占据了优势,在这种情况下评鉴听证程序的任务也繁重起来。

虽然评鉴听证程序适用于美国市场上销售的绝大多数新发行公司证券,但例外情况还是有的。没有在证券交易委员会登记的债券就不在通常的管理之列,成为新发行证券管理规定的例外。这种发行即是**私募(private placement)**,并不正式包括在通常的公司债券市场之内,而是组成了它们自己的市场分割区域。这些债券私下里出售,机构投资者购

图 1-2
募股说明书

Prospectus

11,000,000 Shares



Common Stock
(par value $.01 per share)

All the shares of common stock, par value $.01 per share (the "Common Stock"), of Riverwood International Corporation, a Delaware corporation (the "Company"), offered hereby are being sold by the Company. Of the 11,000,000 shares of Common Stock offered hereby, 8,800,000 shares initially are being offered in the United States (the "United States Equity Offering") by the U.S. Underwriters (the "U.S. Underwriters") and 2,200,000 shares initially are being offered outside the United States (the "International Equity Offering" and, together with the United States Equity Offering, the "Equity Offering") by the International Managers (the "International Managers"). The offering price and underwriting discount for the United States Equity Offering and the International Equity Offering are identical. See "Underwriting." Prior to the Equity Offering, the Company has been a wholly owned subsidiary of Manville Corporation ("Manville"). After completion of the Equity Offering, Manville will own approximately 82.0% of the outstanding Common Stock (approximately 80.5% if the over-allotment options are exercised in full) and will continue to control the Company. See "Ownership of Common Stock" and "Relationship with Manville."

Prior to the Equity Offering, there has been no public market for the Common Stock. See "Underwriting" for information relating to the factors considered in determining the initial public offering price of the Common Stock.

The Common Stock has been approved for listing on the New York Stock Exchange (the "NYSE") under the trading symbol "RVW," subject to official notice of issuance.

Concurrently herewith, the Company is offering $150,000,000 aggregate principal amount of 10¾% Senior Notes Due 2000 and $250,000,000 aggregate principal amount of 11¼% Senior Subordinated Notes Due 2002 (collectively, the "Debt Offering"). The Debt Offering is being made by a separate prospectus. See "Concurrent Offering."

The U.S. Underwriters have reserved up to 5% of the Equity Offering for sale, at the price to public set forth below, to officers, directors and employees of the Company and Manville and to the Manville Thrift Plan.

SEE "CERTAIN CONSIDERATIONS" FOR INFORMATION THAT SHOULD BE CONSIDERED BY PROSPECTIVE INVESTORS.

THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN APPROVED OR DISAPPROVED BY THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OR ANY STATE SECURITIES COMMISSION NOR HAS THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OR ANY STATE SECURITIES COMMISSION PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS PROSPECTUS. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE.

	Price to Public	Underwriting Discount (1)	Proceeds to Company(2)
Per Share	$14.25	$0.78	$13.47
Total(3)	$156,750,000	$8,580,000	$148,170,000

(1) The Company has agreed to indemnify the U.S. Underwriters and International Managers against certain liabilities, including liabilities under the Securities Act of 1933. See "Underwriting."
(2) Before deducting expenses payable by the Company estimated at $2,130,000.
(3) The Company has granted the U.S. Underwriters and the International Managers options, exercisable within 30 days after the date of this Prospectus, to purchase up to an additional 880,000 shares and 220,000 shares of Common Stock, respectively, on the same terms as set forth above, solely to cover over-allotments, if any. If such over-allotment options are exercised in full, the total Price to Public, Underwriting Discount and Proceeds to Company will be $172,425,000, $9,438,000 and $162,987,000, respectively. See "Underwriting."

The shares of Common Stock offered by this Prospectus are being offered by the U.S. Underwriters, subject to prior sale, when, as and if delivered to and accepted by the U.S. Underwriters, and subject to approval of certain legal matters by Cahill Gordon & Reindel, counsel for the U.S. Underwriters. It is expected that delivery of the certificates representing the shares will be made against payment therefor on or about June 24, 1992 at the offices of J.P. Morgan Securities Inc., 60 Wall Street, New York, New York.

J.P. MORGAN SECURITIES INC.

THE FIRST BOSTON CORPORATION

SALOMON BROTHERS INC

June 17, 1992

买并一般持有它们直到期满，因为它们的交易无法在一个活跃的二级市场上实现。

证券交易委员会要求发行人编制募股说明书，这是一本阐明发行特别事项、公司概况、经营活动、财务状况以及证券发行所筹措款项的用途。每一种新发行证券的募股说明书都必不可少。通常，最后形式的募股说明文件是在投资者购买了证券之后送到他们手上的，此前初步披露信息的文件称作**初步募股书(preliminary prospectus)**，又称**红鲱鱼非正式募股书(red herring)**。当然这同样包括了与发行人有关的所有信息，唯一省略的是实际的交易细节。这样一来，投资者虽然知道公司的细节，却不知道交易的成交条款，直到价格敲定的最后一刻。

美国许多州规定，新发行证券在该州销售之前必须符合其**蓝天法(blue sky law)**的要求。这意味着发行人和他们的投资银行必须披露该州所要求的无论何种信息，编制提供给投资人的募股说明书。通常伴随的活动是**公路巡回展览(road show)**，也就是投资银行和公司的代表进行全国旅行，在主要城市举行的集会上兜售他们的新发行证券。这些集会也给投资人以机会，使他们能够同公司官员交谈或向他们提问。

新发行证券销售完毕后，承销商辛迪加就宣告解散，证券准备进入二级市场交易。发行过程的时间因证券而大有不同，这在后面的章节里会谈到。证券发行公告随之出现在主要报纸上，宣布发行证券销售完毕，此公告的出现不过是整个发行过程的见证而已。证券的一级市场到此为止，承销商们彼此之间，对公司方面不再承担义务。后面还会讨论到，如果所发行证券是债券或场外交易股票的话，一些证券商会参与二级市场的交易。

承销过程的结构同样暴露出投资银行所承担的风险。为了获利，证券必须以高于投资银行付给发行人的价格出售。如果要实现全部的边际利润，证券就必须在**要约价格(offering price)**上出售，这个价格视同类证券在二级市场上交易的参考价位而定。投资银行付给发行人的价格里扣除了承销费用，所以投资银行需要一个稳定的市场以在他们希望的价位抛售掉新发行证券。如果市场疲软或者证券难于销售，投资银行就要承担赔钱的风险，因为他们通常已经向发行人承诺了一个折扣过的价格。相反，如果市场强劲并且投资人愿意以高于要约价格的价位购买该种证券，这种情况下投资银行就会因为销售净价高于预期价位而大获其利。

普通股新股发行有两种形式：**原始分销(primary distribution)**和**二次分销(secondary distribution)**。原始分销的股票是以前从来没有

发行过的股票，它包括两种：**首次公开发行(initial public offering, IPO)**和**公司股票的扩股(additional float)**，它们都将稀释原有股东的持股份额。这二者中，扩股更常见一些，因为较大型、较成熟的公司一般用这种发行方式来扩大股本金。二次分销的股票是以前已经以某种形式存在的，或者是以前由于规模过大而无法上市流通的股票。二次分销的程序紧跟着原始分销，当然二次分销的时间要短得多，可能只不过几小时的事情，而不是几天。

这些发行证券的实际市场营销都是由投资银行直接对公众操作的。在极少数的情况下，公司为了投资银行费用，试图直接对公众销售他们的股票或债券。除非公司的知名度非常高，否则这种试图不会成功。投资银行的行为对新发行证券被市场接受与否至关重要，同时直接影响公司筹措资本的成本(见本书第二、三、四章)。从结果看，选择一家合适的投资银行对企业极其重要，错误的选择会影响公司近期的成本，这一点对债券和普通股同样适用。

在新发行市场，非公司证券与公司证券的案例不同。1933 年《证券法案》和 1934 年《证券交易法案》(the Securities and Exchange Act of 1934)仅对公司证券要求注册，而对市政债券、机构债券和国库债券网开一面。然而，外国债券发行人却逃脱不了注册，关于这方面的原因在第一章里将会进行讨论。公用事业类证券同样被要求注册，但在承销方式上却同市政债券相一致。一旦涉及公款，不管这些公款是从州属或当地税收系统而来，还是从像公用事业案例这样的利息支付系统而来，就必须使用另一种竞争性的承销方式，这就是**竞价投标承销(competitive bid underwriting)**。

1935 年《公用事业控股公司法案》(the Public Utility Holding Company Act of 1935)和**证券交易委员会 U-50 条款(SEC rule U-50)**要求公用事业类证券的发行使用竞价投标。这一程序同样适用于一些市政债券发行。新发行证券要求潜在的承销商递交封存的标书，公用事业项目必须接受最好的标盘，也就是费用结构最低的。竞标往往由一些辛迪加来竞争，而不是协商成交中的一个或一小群承销商。竞价投标中的费用比公司证券交易低得多。这类交易里的牵头经理人趋向专业化，因为弥补报价不当所造成错误的可能性不大，募集能力就显得尤其重要了。

市政债券的竞价投标由各州法律监督，正常情况下这是州内的公众义务，而不是赢利活动(见本书第三章)。这一市场相当专业，并不是所有的投资银行都从事市政债券承销。在这一市场份额中，投资银行还有来

自于商业银行的竞争，有些商业银行同样是活跃的承销商。通常，商业银行承销新发行证券是出自良好愿望，而不是赢利动机。他们扮演承销商的角色是希望从各种市政项目中获取其他银行业务。多年来，这些银行热衷于承销当地证券的另一个理由，只不过是为了从州所得税法的管辖下逃脱部分每年应交所得税。

收费的银行业务

作为投资银行业的一个特殊领域，金融顾问在某种程度上有些模糊不清，随着客户的不同而变化。对客户公司的**兼并与收购(mergers and acquisitions 或 M&A)**提供顾问、重组资本结构、咨询**市场时间选择(market timing)**等等都是金融顾问的份内之事。最常光顾金融顾问的客户是那些公司，当然也可能是市政厅、政府或者其他非赢利机构。在80年代，并购活动曾是金融顾问收入的最主要来源，而后的1987年股市崩溃和1990年大萧条使并购活动稍稍降温。但即使在80年代的牛市之前，并购活动也一直是华尔街最有利可图的收费业务，投资银行家们喜欢以安排这类活动来显示实力。年度排行榜上并购活动与承销业务一样保留各自的位置，这一点在第六章里将会有更多的细节。

过去30年里，众多的证券公司与投资大众的接触与日俱增，它们充分意识到了提供高层次投资顾问的必要性。第一章里我们也会看到，20年代那些令人陶醉的日子的余波还在许多投资者的脑海里激荡。那个年代的股票和债券都处在全盛期，由此而来的是大吹大擂式推销，所谓的投资研究不过是告诉客户——“即将发行的新证券是一样好东西”。投资者对各种证券的购买欲望永远难以满足，需求强劲，以至于投资者很少对所购买的证券问及什么问题，证券公司等人趁机以可疑的价格向毫无戒备心理的人们发行证券。然而，证券业的竞争最终变得越来越激烈，许多证券公司认识到需要向它们的投资客户提供坚实、可信的顾问服务。结果，“市场卖方”研究开始在证券公司中流行起来，各种各样的研究报告出现在客户面前。

研究工作在70年代中期发生了显著变化，国会在1974年通过了《雇员退休收入安全法案》(the Employees Retirement Income Security Act 或 ERISA)。这一法案帮助将**谨慎人(prudent man)**投资的概念标准化了，就是说受委托人必须将客户的资金谨慎地、合理地投向客户期待的目标。不遵循该原则的投资顾问们面临法律诉讼，承担赔偿客户损失的责任。

于是越来越多的投资顾问把心思放在证券研究上，市场卖方研究的功能性变得越来越重要。应该注意的是，市场卖方研究与所谓的"市场买方"研究大大不同，市场买方研究是由基金经理和场外合同商们创立的，研究观点被认为与前者大相径庭。

虽然将市场卖方研究与评鉴听证等同起来并不十分恰当，但是它们之间确实存在着联系。照此类推，市场卖方研究是针对证券公司的二级市场交易，而评鉴听证是针对一级市场交易而言。在某种意义上，顾问公司的声誉同时依赖于二者。蹩脚的研究能力必将最终导致客户的财物损失，这同评鉴听证可能给新发行证券造成的损失是一样的。实际上，这种研究在许多情形下较为困难，因为研究对象是：什么会影响一家公司的未来实绩和表现，这不像发行新证券时搞清发行人的基本财务状况那样一目了然。

交　易

在交易方面，投资银行近几年来变得异常积极。投资银行的交易并不是在市场上一味地抛售自己手里承销的证券，它们已经把交易变成了满足自己和客户需要的必不可少的经营活动。在新发行证券的二级市场上是最容易发现这类交易的。承销辛迪加的一些成员（当然不是全部）会成为某种新上市债券或场外交易股票的**市场庄家（market maker）**。这一功能有两个目的：第一，它为某种证券创造了交易，同时为发行人和投资者服务；第二，它允许银行以交易商的面目出现在市场上，赚取买盘和卖盘之间的价格差。之所以不是所有的银行都有机会成为市场庄家，是因为这种作法需要某种特定的交易技巧，并不是所有的银行都能达到同样的水平。

除了在公司、市政债券市场和股票场外交易市场上造市之外，许多投资银行还是美联储认可的从事美国国债交易的**一级交易商协会（the primary dealers association）**的会员。这一团体还有商业银行介入，同样扮演政府债券的市场庄家。这两种机构同时又是**商业票据交易商协会（the commercial paper dealers association）**的会员，从事商业票据的交易。商业票据交易，加上它们在短期国债市场的活动构成货币市场的主要部分。

交易的主要方面之一，也是最新方面之一是——期权和期货交易。本书第五章将会讲到，它们最初是设计来回避金融资产的价格波动风险，

特别是针对波动频繁的市场。市场庄家制度仅在个别的交易所里存在,期权和期货市场中的**场内交易商(floor trader)**通过他们之间和与公众的交易创造市场的流动性。最初,许多投资银行仅仅是通过它们的经纪部门向客户提供这类服务。80年代开始,**衍生避险工具(derivative hedging product)**的新一代出现在市场上。这些产品包括**债务期权(debt option)**、互换、**互换期权(option on swap, or swaption)**等等,设计这些产品主要是服务于机构的避险和投机目的。当这些产品流行开来时,投资银行加入到市场当中,设计它们自己和客户所需的交易工具。许多这种新的衍生工具交易从来没有在交易所里出现过,作为场外交易活动,投资银行在这些衍生工具交易中扮演了重要的角色。

衍生工具交易在过去的10年间很快跨越了几代产品。70年代中期或再早出现的传统期权和金融期货,被称为第一代衍生工具。10年后出现的利率互换和货币互换称为第二代。合并在**颈圈互换(collars, or collar swap)**和互换期权两大类里的产品,以及商品互换可以被称为第三代互换。这一市场的发展如此迅速,许许多多的投资银行已经把这些产品视作提供给客户的当然服务,它们自己也利用这些产品回避风险。一些投资银行甚至进行这些产品的自营交易,为自己的帐户服务。

销售或者分销并不像承销业务、金融顾问那样一直是投资银行密不可分的业务品种。部分是历史原因,另一部分则是偏见。在20年代,许多银行(所有银行,并不单指投资银行)雇佣销售大军向公众推销各种各样的证券,前面讲过某些证券的质量非常可疑。在30年代的国会听证会上,那些不遗余力销售可疑证券的银行名声扫地。结果,从此许多银行对各种形式的证券销售避之不及,这种偏见一直持续到60年代。承销商干脆邀请经纪商分销新发行证券,付给他们寥寥无几的佣金作为报酬。直到主要电信网络(经纪商通过电话和电传销售证券的网络)延伸到投资银行的传统领域时,原先的界限才被打破,证券业的机构也发生了变化。

在第六章里会看到,当零售经纪业与传统的机构客户服务合并时,它对更为传统的公司客户服务的功能就更加完善了。零售经纪业并入的多样化,使得许多投资银行意识到经纪业务在生意兴隆时是额外的财源。但是这些投资银行的基本经营策略与商业银行却如出一辙。一些投资银行采取了全方位服务的理念。从前以所谓批发服务或者机构客户服务来招徕顾客存款的投资银行,发现零售部分可以在机构服务无利可图的时候聊补亏欠,于是投资银行家们认定零售混合体不仅是好生意,还是对其他业务有利的避险工具。

国际活动

过去20年间，投资银行不但在国内日益壮大，它们在国际市场上也同样扩张业务。随着美国颁布《存款机构放松管制及货币控制法案》(the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act 或 DIDMCA)、英国实施《金融服务法案》(又称“大冲击”)(the Financial Services Act, or “Big Bang”)、日本央行实行日元国际化等一系列事件，金融市场的国际化程度大大加强。当套利者们动用先进的通讯手段和避险技巧迅速地从一个市场冲杀到另一个市场时，全球市场即便不是浑然一体，也已经是密不可分的了。很明显，市场一体化更有助于提高业务效率，投资银行于是对加速国际化的活动作出了回应。

税法的变化加速了国际化的趋势，这一点在有些情况下比较微妙，另一些情况下就很明显了。美国降低了外国投资者购买美国国债的预提税，随即外资就充斥了这一市场。西德政府马上效法，开放了自己的政府债券市场。于是，投资者可以随心所欲地卖掉甲国国债，买入乙国债券，而不用担心惩罚性的税收。美国国债可以成为联邦德国债券的替代品，反之亦然。这就为投资者和从事交易的人提供了新的机会。

投资银行与商业银行在国际化问题上同出一辙。为了符合“国际化”的概念，一家投资银行就必须在美国以外的金融中心开设分支机构。这些分支机构从事与总部相同的业务，在内部机构设置上几乎自成一体。许多投资银行开展了离岸业务的延伸，移师伦敦，进入欧洲市场，从事欧洲债券买卖，涉足每一个拥有货币市场工具和债券的离岸市场。刚开始的时候，它们承销并交易那些以主要货币标价但发行于该货币国之外的债券。尽管这还是大多数投资银行的主要业务，但是，许多银行也在努力成为东道国国内市场的承销商、市场庄家和交易商。有些银行在两方面都取得了成功，后面我们会讲到一些案例。

迅速崛起的全球市场提供了新的赢利机遇。对那些大投资银行家来说，外汇买卖、欧洲股票市场、国际商人银行、向国外公司和政府提供特别金融顾问都是有利可图的生意。当然直到现在，欧洲债券市场的承销、当地股票债券市场的交易仍然是最根本的获利渠道。

投资银行在国际舞台上的活动不过是它们日益国际化的客户们的形象反射。大的机构投资者现在已经惯常把一部分资产投到海外证券市场，在期待资本升值可能的同时，还多了对汇率变动收益的期待。这些人

中有共同基金、保险公司，还有养老基金和私人资金经理人。大型投资银行理所当然地尾随他们，以防被国外证券公司抢去生意。

组织与资本

投资银行的扩张持续了好多年，它们的组织形式和资本结构当然也发生了很大变化。银行对资本的需求和市场上日益增多的生意打破了以往独断的合伙人制度，大部分投资银行开始出售股票，变为公众持股公司。1971 年，美林公司(Merrill Lynch)成为第一家在纽约证券交易所挂牌的投资银行。今天，大多数投资银行已经公众化，或者与更大型的金融机构整合、并购，以获取新的资本。由于投资银行内在的风险性，它们的资本补充是来源于股本，而不是长期负债。

当生意风险大到合伙人或私人资本无力承受的地步时，美国投资银行迅速转换面孔。主要投资银行公众化的时期也就是 70 和 80 年代投资银行业务领域扩张最迅速的时期。资本金扩大的同时，短期流动资金的需求也扩大了，目的是应付数目巨大的新发行证券库存头寸和交易头寸。第二章里讨论的资本金成本对任何一家公司都很重要，投资银行也不例外。从商业银行或市场上以回购协议的形式筹措短期资金十分重要，这样才能帮助投资银行维持它们的库存债券股票头寸，直到这些证券销售给投资者。如果资本金成本提高，那么就必须对股票和债券头寸从成本和风险的角度重新估值，以决定是否保留它们。如果投资银行降低头寸、抛售股票债券，整个市场就面临价格下跌的压力。

第二章里还会看到，筹资的成本反映出公司在市场上的信誉评级。不管是长期还是短期，不管是债务资本还是股本资本，同样是信誉评级越高，成本越低。当投资银行试图在一些新的金融市场，特别是利率和货币互换市场与金融中心的商业银行一争高下时，资本金成本和信誉评级就显得生死攸关，至关重要。第五章和第七章重点谈到两种银行门类的业务交叉。小一些的投资银行如果欲同那些蚕食它们传统领域的商业银行争长论短，那它们就得把信誉评级搞上去。一些情况下，这就意味着重新评价它们的运作，或者意味着为特种客户设立单独的分支机构。

当然，投资银行的资本金成本并不是问题的全部关键。机构如何发挥功能，特别是在公司客户眼里怎么看，是投资银行业成败的总体关键所在。自从 30 年代立法赋予投资银行在美国公司资本筹集领域的垄断权后，这一点已经成为特殊的心理因素。商业银行对这种权利的垄断极其

嫉妒，过去的十年间它们成功地蚕食掉了一些投资银行的业务领域。第七章会讲到，一种传统的观点认为，当然只能由投资银行来承担承销业务和组织专业的低成本的辛迪加，这种局面不容干涉。在 80 和 90 年代商业银行饱尝不良贷款打击之后，这种观点对于立法者不再有说服力了。最终的结论是，很明显银行业总体上需要大型、资本充足的机构经营全面业务，这样才能与那些一直包揽全面业务的巨型欧洲“全能”银行竞争。

投资银行业带着昨日的烙印，面临今天的压力，迫使它们改造自我以适应不断增长的筹措新资本和帮助客户回避风险的需要。第七章讨论了一些现实问题，事关投资银行如何回应面前商业银行的挑战，阔别 60 年后的商业银行正以令人吃惊的速度重新进入到这一领域。与 80 和 90 年代大踏步前进的事物相比，即使是 1933 年到 1979 年间的沧桑变化也黯然失色了。

第一章 1920年以来的投资银行史

概 述

投资银行业的历史反映了20世纪的潮流:这就是大萧条年代政府对证券市场管制的加强和在以后年代中政府管制的逐渐放松,即解除管制的过程。投资银行最初的功能——证券的承销和分销——并没有多大变化,但是所采用的方式、发行证券的数量以及牵涉资金的金额在许多年来已经发生了巨大的变化。随着金融业中投入资金的增加,管制也在加强。因此,虽然80年代晚期和90年代出现了放松管制的趋势,但投资银行业依旧是美国管制最严密的行业之一。然而,这一行业毕竟以其自身发展的连续性反映出20世纪美国经济发展的连续性进程。投资银行发展过程中的鼎盛与衰落同时也是美国由本世纪初的债务国发展成向其他国家输出长期资本的净资本出口国这一过程中的高峰与低谷。

投资银行业诚然始源于19世纪,但是它真正的、连贯的历史应当从一战刚结束之后的那些年头算起。在美国大获全胜和曲折的和平谈判结束之后,这个国家经历了一场持续至1929年10月的深刻变化。一种关于繁荣与威望的新意识出现了,并且很快渗透到美国的各类机构之中。法规不断地被制定出来,又不断地被打破,最好的证明是一方面的禁令和另一方面普遍的违法行径。过时的银行法律禁止诸如证券交易之类的活动,却被多数的商业银行轻易地绕开了。但是更重要的是,美国的机构开始调整自己的步伐以便与社会的新意识同步。这一点在银行业表现得特别突出。直到那时为止,它还是一个保守的、干净的行当,与社会公众保持着谨慎的距离,而那以后,情况有了变化。

在 19 世纪，银行业是一个比今天广泛得多的概念，因为当时它还包括今天被称为投资银行业的部门。商业银行的主要业务可以贴切地称为**自我清偿贷款(self liquidating loan)**：发放给公司的流动资金贷款，期限相对比较短，这就是商业银行的基本业务。1864 年的《国民银行法》(the National Banking Act of 1864)禁止国民银行进入证券市场，因为这个市场风险过大，不是银行投放资金的合适场所。而有权从事证券业务的银行是那些被称为**私人银行(private bank)**的机构，它们接受顾客的存款，然后在证券市场中从事承销、投资业务，或者兼营二者。

但是，这两种类型的机构都被称为银行，尽管其中一类的证券市场活动比另一类明显多得多。不管怎样，从事证券活动的私人银行帮助了大多数的采矿业和铁路公司的债券进入市场，并且在这一过程中被冠上了"强盗富豪"(robber baron)的恶名。而另一方面，商业银行的作用却是仁者见仁、智者见智，有人认为它们对社会福利的贡献比前者更为重要，有人则认为它们为害更甚。V. I. 列宁(V. I. Lenin)喜欢把商业银行积聚权力与影响力的方式称为"金融资本"：它们用存款向公司企业发放贷款，在这一过程中积累政治权势和影响力。列宁特别举出 J. P. 摩根银行和洛克菲勒财团对大通银行(Chase Bank)的控制，以及德意志银行(Deutsche Bank)对德国经济一些部门的控制作为论据。尽管很多人会对这种观点嗤之以鼻，认为它令人联想起某种阴谋理论，但本世纪 20 年代的历史却在许多方面证明了它的正确性。

在世纪之交直至第一次世界大战的时期，巨型银行在美国被称作"货币托拉斯"。这个银行家集团有意识地控制着纽约的货币市场，通过发放活期贷款来影响利率和股市的走向。J. P. 摩根二世(J. P. Morgan Sr.)曾在 1912 年的一个国会委员会面前坚决否认这个集团的存在。除了摩根以外，这个圈子据说还包括纽约第一国民银行(First National Bank of New York)的乔治·贝克尔(George Baker)、库恩·洛布公司(Kuhn Loeb and Co.)的头目们、基德－皮博迪公司(Kidder, Peabody)以及哈尔西·斯图亚特公司(Halsey Stuart and Co.)。后者全是证券公司兼私人银行家，这样不论是对是错，银行业的两个领域就携起手来了。即使它们在 20 世纪初期尚不是同道，那么在 20 年代也终于会合了。

20年代的泛滥

本世纪20年代以一场急剧的经济衰退揭幕，而后才继之以真正的繁荣。纽约的几家大银行在此前的六年中一直在扩张其业务，忙于为战争的结束作准备。它们的扩张行动是非常有成效的。1916年纽约国民城市银行(National City Bank of New York)收购了经纪人哈尔西·斯图亚特公司，意图进入公司债券市场。这在后来被证明是一个精明的举措，因为美国公司融资的性质在战后发生了根本性的变化。公司企业扩充资本更多地通过股票与债券市场进行，对银行融资的依赖变小了，因为股票与债券市场中的资本成本较低并且融资期限较长。20年代的繁荣开始了。

银行当时不能直接从事证券承销与销售，特别是对于公司债券，这种业务只能通过通常为银行控股公司所有的证券业附属机构进行。但是这两种实体间的联系既不平等，又很单一。这些证券业附属机构资本微薄，它们用于购买证券和向顾客提供保证金贷款的流动资金大部分都来自于母银行。简言之，母银行把存款人的资金借贷给其附属证券机构投放在市场中。最初，这些附属机构从事的市场承销业务集中于公司与外国债券，所以股票市场的变幻莫测并没有被完全认识到。

但是不管怎么说，那都不是银行侵入证券市场的最初目的。它们的兴趣主要是在零售业务上，它们把债券业务作为吸引富有的零售客户的一种方式，而后者在过去主要接受私人银行的服务。而且，在大战期间，政府的战争公债曾经对投资者有极大的吸引力，这一点银行也没有忘记。当它们认识到公司的核心业务正在转向证券市场，它们就转而集中力量争取个人投资者，以争取他们的银行业务并向他们兜售债券。

这一战略证明是出色的。公司债券在战争刚结束的几年间成为投资的热点。虽然迅速发展的股票市场是20年代较为引人注目的现象，债券市场随着自身的成熟也取得了重大的进展。愈来愈多的公司开始接触证券市场。新行业的公司出现了，取代了过去的铁路与矿业公司，成为筹措资本的热心者和保持经济繁荣的力量。长期借款的条件非常优厚。大战之后债券的收益率已经下降，而且经济繁荣期间通货膨胀率依然很低。政府对新借款的需求已经减退了，它留下的缺口则由公司与外国借款者来加以填补。这些条件不仅是投资银行家的富源，而且也是缔造这个将在本世纪剩余时间里主宰美国筹资市场的行业的主要力量的温床。

银行家在20年代的共和党政府心目中有特殊的地位。这个关系并

不是简单的政治上的亲密友谊。在新政前的那些年代中盛行的比较简单的世界经济观当中，银行活动被视为美国国际收支平衡的主要促进力量。随着美国成为一个债券市场上的长期资本净输出国，不论是信用很高的国家还是那些经济岌岌可危的国家都来上门求贷，投资银行在为它们安排债券交易的过程中攫取了巨额的承销费。这些外国公司及政府发行的美元债券被称作**扬基债券(Yankee bond)**。扬基债券市场后来的发展历史悠长而曲折。为德国、英国以及许多拉丁美洲借款者安排的债券交易产生了丰厚的费用收入，商业部认真地把这些算作对美国收支平衡的贡献，而很少考虑这些借出资金落到谁手里和资金的使用目的。在一个简单经济观点盛行的年代，银行被认为有益于一国经济的良好运作，这证明今天自由放任资本主义的翻版真是大有来头。①

在本世纪20年代，与此前一样，投资银行业务就是承销与分销证券。但是尽管所有承销商都认购新证券，但并不是所有证券商都要分销证券。一些证券公司把后一职能留给与它们无隶属关系的经纪人去完成，而它们的资本积累则来自与创造承销和顾问费用的公司的交往。但是，在1929年大跌市以前公司债券满天飞的年代里，承销行业中最成功的还是那些主要依赖销售债券来增加利润的证券商。由查尔斯·米切尔(Charles Mitchell)领导的纽约国民城市银行成为这10年中最成功的公司债券承销人，它运用自己的销售力量把承销的债券推销给团体，特别是零售客户。这些证券生意的大部分是通过它的一个证券附属机构——国民城市公司(National City Company)来进行的。

虽然这项新的业务增加了利润，却同时埋下了自我毁灭的种子。除了承销国内公司债券，国民城市公司和其他一些公司还承销许多外国政府和公司的债券。它们的客户组合就跟今天纽约市场的情形一样。但是在匆匆忙忙地把新债券推上市场的时候，这些证券公司有时对它们的外国客户的境况知之甚少。很多情况下它们单凭闭门造车的研究报告来向顾客保证借款者的信用。后来的事实证明，很多这样得来的信息都是错误的。

20年代银行在股票市场中的主要活动仅限于通过附属公司开展经纪人业务和向顾客提供保证金贷款。这种信用贷款为投资者提供了巨大的杠杆效应，平均每位顾客只需要交纳不超过股票价值的10%到15%的

① 关于20年代这种观点的更详细讨论，参见Charles R. Geissst, Entrepot capitalism: Foreign Investment and the American Dream in the Twentieth Century(New York: Praeger, 1992)，特别是第一章。

保证金，就可以放心大胆地交易。在这10年中随着市场指数的持续大幅上升，这些小额的保证金贷款等于给了投资者印刷钞票的执照。商业银行并不承销股票，这一业务是由投资银行来进行的。但是从1927年《麦克法顿法》(the Mcfadden Act)通过以后，商业银行的附属公司也进入了这一市场。这个法案给人最深的印像是禁止银行跨州设立分行，而其中的一项规定却赋予**货币监理官(the Comptroller of the Currency)**以批准商业银行机构承销股票的权力。商业银行在如此有利的规定出台后迫不及待地开展了这种业务。查尔斯·米切尔宣称每个投资者的资产组合中都应该有股票，因为某些股票与债券同样安全。在今天看来，这真是大谬不然，可是具有讽刺意味的是，这一说法竟付诸了实践。那个时期承销的一些债券，尤其是外国实体发行的债券，在大萧条开始后给投资者带来了灾难性的损失。

这个时期的一个特点是，银行业由一些富有强烈个性的人物支配着，他们强有力地指挥着这个行业。摩根父子就是一战前后纽约银行界最突出的两个人物，他们的客户中有许多是美国最大的公司。国民城市银行与大通银行分别由米切尔和阿尔伯特·威金斯(Albert Wiggins)领导。这两家银行实质上都是主要与商界打交道的批发业务银行，它们野心勃勃地试图把客户范围扩大到传统商业顾客之外。国民城市银行在二者之中对承销公司债券更积极，并成为这10年间最大的承销商。与也许是当时最著名的中央银行家的本杰明·斯特朗(Benjamin Strong)一样，米切尔本人也是纽约联邦储备银行(the Federal Reserve Bank of New York)的董事之一。美洲银行(the Bank of America)由A.P.基阿尼尼(A.P. Giannini)领导，他对零售银行业务的眼光使他麾下的银行在10年内跃居国民银行排行榜的首位。

这些银行在许多方面感染了其领袖的风格。国民城市银行是最大胆和最激进的；大通银行也许是最富创意的；摩根银行是最强大和最具传奇色彩的，它总是在躲避公众的关注；而美洲银行则最为重视那些一直在用高昂的利息向金融公司换取贷款的小商家。它们从事投资银行业务的机构，给人的印象没有多少不同。国民城市银行依然雄心勃勃，而摩根当时占据着银行业的突出位置，却从未公布过一次资产负债表。作为一家私人银行，它的合伙人们恪守公司的商业秘密到了这样一个程度，以至于这家银行的影响力不是依赖于财务报表分析，而是依赖于银行本身及银行合伙人的声望。虽然这种隐秘的作风从未给它的生意带来过什么损失，但在紧随1929年的股市惨跌而来的国会听证会之后，这一作风还是引起

了公众的不满。

尽管这些银行的名声博得过正面肯定，但1929年的股市惨跌及其波及银行业的后果很快敲响了整个银行业的丧钟，并且使银行业被世人看作一个奸猾贪婪（如果不是完全没有信誉的话）的行当而遭到唾弃。虽然摩根公司相对而言没有在30年代的银行业危机中受到多大打击，其他的货币中心银行和一些区域性银行就没有那么幸运了。在落难者中最著名的有大通银行的威金斯、国民城市银行的米切尔以及合众国银行（the Bank of United States）臭名昭著的头目：马尔库斯（Marcus）和沁格尔（Singer）。虽然他们代表不同的社会阶层与业务重点不一的银行，他们却使用了类似的市场手法，而这些伎俩一旦被公之于众，立刻就引起了轩然大波。

他们都习惯于利用母银行的借款来进行股市投机，要么买入要么卖空。在大多数情况下，这些活动并不具有严肃的投资目的。很多人利用贷款从事投机，然后常常因为私人的动机而将买入的证券变现，从不偿还贷款。来自这些活动的利润可能会很大。一旦普通公众加入买进狂潮，股价就会越发上涨，达到与公司实际财务状况不相称的市盈率。当这种投资泡沫在1929年10月最终破裂，很多头寸被一扫而空，而大多数的贷款都没有偿还。其中最为著名的破产丑剧是1930年合众国银行（一家纽约城市银行）的倒闭，在纽约州**银行督察（banking commissioner）**关闭这家银行之前，它已经将三亿多美元的储户存款亏损一空。

这些可疑的市场操作在真相大白之后遭到了谴责，但是直到股市暴跌之前，它们却被当作惯例，即银行业顶层人士的特权。但是当贷款无法偿还给母银行，存款人的资金统统报销而造成银行负债累累，银行的高级职员却通常被轻轻饶过时，公众的义愤转向了银行家，这与那些已经在为银行改革而斗争的国会议员与新政领导者的官方意见不谋而合了。在富兰克林·D·罗斯福（Franklin D. Roosevelt）当选和就职之后，改革银行业的运动汇合起来，几项改革立法很快地通过了。

30年代的改革

在罗斯福入主白宫后的100天内，两项本世纪最重要的银行立法获得通过。第一项法案显然是对那些以前在发行证券时没有充分披露发行人信息的投资银行及公司的警告。特别是在20年代的市场全盛时期，承销银行的推荐几乎是投资者进行投资决策的唯一依据。人们以为，银行

不会把任何可疑的证券送进市场;它们的评鉴听证程序可以防止资信状况较差的发行人浑水摸鱼。但是30年代初国会举行的**佩科拉听证会(the Pecora hearings)**表明,有许多债券和股票是在发行人已经濒临破产边缘,甚至实际上已经破产的时候上市的。公众和立法机关随后的呼吁加速了1933年《证券法》(the Securities Act of 1933)的通过。国会以呼声表决的方式通过该法案,竟然没有一个人反对。

《证券法》给公司及其投资银行制定了联邦一级从未有过的信息披露规定。任何计划发行新证券的公司都必须在销售证券以前到联邦贸易委员会(Federal Trade Commission 或 FTC)登记其财务状况。同时,它要求承销该批证券的银行承担一项见证责任,银行必须就其所知保证发行公司在注册之时已经披露了全部财务信息。发行证券的公司的法律义务是无条件的,并对提供虚假财务报表承担全部责任。承销商承担有条件的义务,当局将视承销协议规定的职责范围来确定它是否对欺诈行为负责。这样,任何有意提供虚假财务报表的一方都将受到民事和刑事处罚。

此外,《证券法》还规定,任何一项申请在联邦贸易委员会备案后,必须有一个为时三周的"申请禁止期"方能认定证券已经有效"注册"。安排这样一个搁置期是为了防止发行人过快地钻入市场。这项规定对所有类型的发行人都适用,不论他们要发行何种证券。但是,这个时间段的设置一开始就有人质疑,六年之后又加以修正以缩短证券上市时间。但是在当时,它反应了立法者对向不知情公众销售低劣证券的行为的普遍忧虑。

通过实施这项证券法规,国会在保护公众免遭劣等证券伤害的战斗中向只顾自己赚钱、不顾投资者利益的银行发出了第一次轰击。这次战斗的第二次轰击同样震撼人心,这就是几个月后同样顺利通过的1933年《银行法》。

投资公众对证券业改革表示欢迎,但可想而知,华尔街对此火冒三丈。事实是,证券法案通过之后承销佣金就开始降低。尽管仍有人抱怨佣金太高,但它实际上是降低了,这与注册程序抬高的承销成本恰成对照[①]。当被通称为《格拉斯—斯蒂格尔法》的《银行法》通过之后,证券公司更为不安。这项法案的条款带来了至今为止银行业最激进的革命,并有效地创造出现代的美国投资银行群体。从事投资业务的银行将被与从事存款与贷款业务的银行分离。根据《银行法》的规定,银行必须申报它

① Joseph Auerbach and Samuel L. Hayes, Investment Banking and Diligence: What Price Deregulation? (Boston: Harvard Business School Press, 1986)第55页。

是继续经营证券还是接受存款发放贷款。这个抉择是非常痛苦的，但是许多银行认为这些改革措施是不会长久的。

像摩根公司与雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)这样的私人银行受到的影响最大，因为它们的业务有很大的一部分是产生于长期以来在两类银行业务之间发展起来的相互联系。摩根选择了商业银行业，而雷曼兄弟公司和库恩·洛布公司则选择了证券业。但是种种迹象表明，银行觉得新的法规不会长久维持下去，一旦新政措施寿终正寝，就有可能走上老路。很多不同的因素组成一幅图景，使银行认为新的民主党政府的威望在经济反弹之时便会减退。令这些如意算盘落空的是，经济的低迷不振又持续了几年，于是新的银行业法规得以巩固。

J.P.摩根公司把它的投资银行业部门从整个银行中分离出去。新的营业部门得以独立，尽管它仍然由几位摩根公司的高级主管经营，而且离银行本身只有几步之遥。这个新的实体叫摩根·斯坦利公司(Morgan Stanley & Company)，依然为在1933年以前与其前身打交道的老主顾服务。从这一行动可见，摩根公司似乎以为罗斯福和他的反华尔街的顾问们不过是短命的捣蛋鬼，他们不久就会下台。这家新建立的投资银行，表面上脱离了商业银行，但仍与后者分享内部设施。

第一波士顿公司(the First Boston Corporation)同时也在纽约成立，这是波士顿第一国民银行(the First National Bank of Boston)的高级职员与老客户的聚合体。其他的一些商业银行也与它们一度盈利丰厚的附属公司挥泪而别。除了投资银行部门，大通银行还必须放弃它以前所属的美国运通公司(American Express Company)。国民城市银行不得不与国民城市公司分道扬镳。这家银行的董事长查尔斯·米切尔在1933年佩科拉听证会披露其股市欺诈及税务问题后被迫去职，随后就任一家投资机构——布莱思公司(Blyth & Company)的董事长。这场分离运动的名单还可以开得很长，由此而产生了一个独立自主的新产业。美国投资银行界就这样由政府缔造出来了。

这个新独立的行业真是生不逢时。大萧条正处于其低点，银行倒闭的风潮还在继续；在这种环境下，新证券发行市场几乎门可罗雀。因此，投资公司在此后的几年中只有两种业务可做——在市场零星而短暂的振作期间做一些二级市场交易，以及为以前发行的债券换新。经济缺乏活力所造成的低利率推动许多公司以较低的利率换发债券。虽然换新业务的利润不如新证券发行本身，但它毕竟使这个行业在其他业务清淡的时候得以继续生存。大萧条时期及其以前的新发行证券与换新业务的数额

可以从表 1-1 上查到。可以看出，债券换新在一些年头占到了整个资本市场成交总额的 50－70%。用纯粹的债券市场术语来讲，大萧条期间只筹集了很少的新钱，筹到的大部分资金都被用于调整公司及市政部门的已发行债券。复兴金融公司(the Reconstruction Finance Corporation 或 RFC)给许多公司和银行提供了资金，但是这些资金并不能作为永久性资本也并非通常向良好公司发放的贷款。总的来说，资本投资活动微不足道。由表 1-2 可以看出，在大萧条期间和其后的二战期间，建厂与购置设备的费用有时竟与流动资金的贷款金额不相上下。大多数公司都将长期投资搁延至二战开始。

表 1-1

资本市场活动：新发行和换新业务 1925－1940

单位：百万美元

年份	总额 *	公司股票	公司债券	市政债券	外国债券 * *	换新业务
1925	$ 6201	$ 1153	$ 2452	$ 1352	$ 1076	$ 925
1926	6314	1087	2667	1344	1125	1046
1927	7556	1474	3183	1475	1337	2220
1928	8040	2961	2385	1379	1251	1858
1929	10091	5924	2078	1418	671	1422
1930	6909	1503	2980	1434	905	711
1931	3089	311	1240	1235	229	949
1932	1196	20	305	762	29	538
1933	722	120	40	484	12	344
1934	1402	35	143	819	0	792
1935	4699	69	334	855	48	3242
1936	6214	352	839	735	23	4242
1937	3937	408	817	712	44	1799
1938	4446	65	807	971	35	2087
1939	5842	97	287	931	50	3553
1940	4803	135	601	751	2	2852

* 包括国库债券和机构债券。

* * 扬基债券。

资料来源：《联邦储备公报》数期。

表 1-2

新公司证券发行收入的计划用途 1934－1944

单位：百万美元

年份	估计净收入	其中用于厂房设备 *	其中用于流动资金 *
1934	$ 384	$ 32	$ 26
1935	2266	111	96
1936	4431	380	478
1937	2239	574	417
1938	2110	504	177
1939	2115	170	155
1940	2615	424	145
1941	2623	661	207
1942	1043	287	187
1943	1147	141	167
1944	2805	219	304

* 主要是换新业务的估计净收入余额。

资料来源：《联邦储备公报》，1945 年 1 月。

从表中不能直接看到的是已经出现的联邦政府机构的新证券发行活动。这类较新的借款在表中所列年份中都占到了新债发行总金额的 10％－20％。联邦农业抵押公司(the Federal Farm Mortgage Corporation)、住宅所有者贷款公司(the Home Owner's Loan Corporation)以及农业信贷署(the Farm Credit Administration)下辖的其他实体的发行业务也包含在内。大萧条年代诞生了机构债券市场，它作为证券市场的一部分，但最初华尔街却对它不是特别感兴趣。这些机构代表着联邦政府的铁腕政策，而这些政策在新政时期已开始为大部分金融界人士所疑惧。

新的证券和银行业法规主要是针对一级市场的，因而对承销商的影响超过对证券交易商的影响。但是当 1934 年第三项立法《证券交易法》(the Securities and Exchange Act)通过之后，这种情况有了改变。法案同时涉及一级与二级市场。它结合了 1933 年《证券法》，并对证券发行注册程序作了进一步的改进。新发行证券必须在新建立的证券交易委员会注册。这一机构同时还被赋予其他方面的管辖权，其权限大大超过其前身联邦贸易委员会在证券市场中的权力。新机构还有权管理有组织的股票交易所。

股票交易所必须在证券交易委员会注册，并必须遵守关于卖空、场内

交易及信息披露等事宜的统一的交易操作条例。过去关系重大的一个问题是保证金交易，它很大程度上导致了1929年的股市暴跌，因为当时许多经纪人允许客户用不到股票市值10%－20%的保证金炒作股票。新的法规界定了可进行保证金交易的股票，规定了这种资格所要求的条件。不符合这些条件的股票上市只能以现金方式交易。交易量小的股票或者市值总额太小的股票必定不符合保证金交易的条件，这样就不会出现20年代那样的操纵案例。但更重要的是，实际的保证金标准现在将由联邦储备委员会根据货币政策的总体意图来确定。经纪人与银行可以在联储眼皮底下兴风作浪的日子一去不复返了。

新证券法规的这项规定是针对导致1929年股市灾难的某些个人舞弊行为的，例如国民城市银行的查尔斯·米切尔。当1928年联储决定提高贴现利率以制止股市投机行为的进一步发展时，米切尔和其他一些人向活期贷款市场注入资金，以保证在新的高利率环境下保证金资金不会枯竭。特别令人恼火的是，米切尔当时除了担任国民城市银行的总裁外还是纽约联储银行的董事之一。于是新法案规定，证券交易委员会的五个全职委员不得在外兼任其他职务。除了在短期与长期银行业务之间筑起高墙之外，利率冲突的情况也被消除了。

自然不消说，华尔街总体上对新成立的证券交易委员会的反应一点儿也不友好。很可能是考虑到这一点，罗斯福任命约瑟夫·P·肯尼迪(Joseph P. Kennedy)为证券交易委员会第一任领薪水的主席。这真是天才之举，因为众所周知，肯尼迪是一个特别精明的生意人，他在20年代的市场繁荣期间大发利市。虽然公众最初对这一任命感到惊愕，肯尼迪总算帮助证券交易委员会迈出了第一步。最重要的是，这个新机构必须要赢得广泛的接受，如果任由银行家们兴风作浪，那么整个证券与银行业的改革运动就会功亏一篑。但是当法案在1934年6月通过之后，华尔街的许多资深公司渐渐明白变革的风向不会逆转了。它们现在面对着一个经过重组的产业，其管制者虽然仍旧是由政客任命的，但却将以国家公仆的身份工作，而不再是华尔街那边的好友了。

虽然变革给银行业带来了很大影响，新建立的投资银行看上去还是跟《格拉斯—斯蒂格尔法》通过以前的机构差不多。大多数机构还是承销证券的合伙人公司。而分销业务方面却是另一番景象。过去主导这一行业的资深公司主要是同机构打交道的，它们只承销证券而把实际的销售工作留给与公众有更好联系的经纪人去完成。分销证券等于玷污了自己只与机构打交道的形象，而各公司对此有不同的看法。大多数最初的现

代投资银行都是客户导向型的，它们的实力与影响是以与其往来的有声望的公司客户的数目来衡量的。销售或分销业务，还并不是传统投资银行业务的主要支柱。

加强该行业管制的另一步骤是1937年全国证券交易商协会（the National Association of Securities Dealers 或 NASD）的建立。成立这个成员广泛的组织的法律依据是《玛隆尼法》（the Maloney Act），这一法案旨在修正1934年的《证券交易法》，使其也适用于不在交易所营业的经纪人和证券商。成立全国证券交易商协会的目的是为了使挂牌交易所中通行的手续规则同样适用于场外交易市场。全国证券交易商协会与证券交易委员会的主要区别在于，前者一直都是一个自律性团体。与公众进行交易的大多数公司很快都加入这一组织。

大而言之，全国证券交易商协会的宗旨是改善其成员的职业作风，并制定若干其成员愿意遵守的业务规程。作为一个自律性组织，它也负有调查其成员之间及其成员与公众之间的问题与矛盾的职责。只有最小型的地方性公司没有加入这一组织。

全国证券交易商协会的规则要求从事证券业的人员注册为**委托人**（**principal**）或**注册代理人**（**registered representative**）。委托人是指证券公司内那些参与经营决策和负责培训他人的公司所有者、合伙人或主管人员。注册代理人则是那些与公众打交道、从事零售或机构业务的人。这些范畴的划分再一次认识到对证券业各方面加强管制的需要。证券交易委员会与《玛隆尼法》产生的后果是，第一次在投资者、经纪人和投资银行之间建立起直接的管制联系。

这些措施还有一部分与20年代商业银行的证券业附属公司所采用的策略是相抵触的。当许多商业银行投身于债券（而后是股票）市场时，它们专门向零售业务扩展，即争取那些在战后的繁荣年代致富而有财力购买公司债券的个人投资者。为了与尽可能多的投资者打交道，分销业务就非常关键了。如果仅仅因为这种业务不够绅士风度或者沾有唯利主义的味道而放弃它，对这些银行来说无异于自杀行为。但是尽管有很多这类公司，比方说国民城市公司，依赖于零售部门的分销业务，像摩根公司这样的资深公司却满足于它们的老一套生意。具有讽刺意味的是，后者在短期内被证明是正确的，因为摩根公司从未得到像国民城市银行那样向公众兜售一文不值的公司债券的恶名。如果能证明摩根公司在某一方面有罪的话，那也绝不是因为愚弄或者欺诈零售投资者。它的过分之处在于权力方面而不是零售业务。虽然这一行业在许多方面与资深机构相比没有多大变化，

新的管制环境却已经给它抹上了一层阴郁的色彩。国民城市公司过去可以在令人联想起小酒馆式的狂欢场面中把劣等债券和某些股票当作"安全投资"抛售出去，这样的证券兜售时代已经过去了。这些老公司最终会感到还是新政策所增添的肃穆气氛更适合它们的口味。

过去的放肆行为即使在新政府上台后也不会被轻易忘却。银行业在16年后的杜鲁门执政期间再次成为审查的对象。这个时候，是摩根公司多年来建立起的客户关系，而不是其他公司的分销能力，对决定本世纪余下年代里的投资银行业的体制发挥了重要作用。摩根公司的客户包括美国电话公司、通用汽车公司以及杜邦公司等经过岁月考验的老关系。但是在30年代，这些客户关系并没有给罗斯福政府的新一代管制者增添多少麻烦。争议的焦点是摩根公司通过联合公司（the United Corporation）——一家在公用事业方面利益极大的控股公司——所获得的权力，以及它在阿利甘尼公司（the Alleghany Corporation）——一家在房地产及铁路部门利益同样巨大的控股公司——中的利益。

从很多方面看，这两家控股公司真是历史的误会，特别是鉴于《谢尔曼反托拉斯法》。通过联合公司，摩根公司在整个东部地区的公用事业部门中获取了利益。据估计，这家公司在30年代早期控制了东部三分之一的电力[①]。在发起阿利甘尼公司的过程中，摩根公司还与克里夫兰的范·斯威林根兄弟（the Van Sweringen brothers）建立了联系，这兄弟俩是20年代与30年代初期鼎鼎大名的市场操纵者和杠杆经营专家。阿利甘尼公司最珍爱的资产之一是密苏利太平洋铁路公司（the Missouri Pacific Railroad）。当这个帝国崩溃时，给密苏利太平洋铁路公司造成的损失最终是哈利·杜鲁门来调查的，他当时还只是一个来自密苏里州的参议员。在调查结束之后，杜鲁门开始积极鼓吹在公用事业部门实行竞价投标。在他40年代后期的执政期间，发生了两次针对投资银行业以及摩根·斯坦利公司的诉讼。

30年代末和40年代的证券发行

在投资银行与政府部门圈子里，30年代最主要的话题之一是竞价投标承销与协议承销之争。后者是承销新发行的股票与债券的传统方式，

① 参见 Ron chernow, The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance(New York: Simon & Schuster, 1990)，第308页及以下部分。

投资银行的佣金数目由发行人与银行双方协议确定。竞价投标则要求数个承销商递交密封的报价，而发行人必须接受最优的（最高，或费用最低的）报价。这个问题在20年代就已经引起关注，因为当时许多银行，包括摩根公司在内，都向债券借款人与股票发行人收取很高的费用。但是当摩根公司与联合公司及范·斯威林根兄弟公司的关系公开之后，这个问题进入了一个至关重要的阶段。在很多情况下，公用事业及铁路部门都向投资银行支付了极高的承销费用。罗斯福当政期间的公众舆论认为这类费用应该用竞价投标的方式加以限制。

这种承销方式走过了一段漫长而充满争议的历史。在本世纪早期，一个纽约市的公用事业委员会曾提议由它来监督对该州所有的公用事业问题实行竞价投标[①]。于是许多受州法律而不受联邦法律管理的市政债券的发行，都根据公众钱财应该按最优价格使用的信条，被付诸竞价投标。但是在公司债券方面，还没有采用这种方式。20年代晚期的丑闻和30年代早期对前者所作的披露造成的一个后果就是，舆论意见的酝酿瓜熟蒂落，国会通过了1935年的《公用事业控股公司法》，正式规范了公用事业向公众出售新发行的证券的程序。

尽管银行的行为在很大程度上导致了1929年的股市暴跌与大萧条，公众的怨愤并不只是停留在对事实的描述上。因为银行不负责任地发放保证金贷款，向它们自己的董事贷款作投机之用，以及承销信用可疑的债券与股票，它们成了一个有嫌疑的群体，于是一些莫须有的罪名也被加诸它们头上。那些攻击银行所作所为的人取得了许多政治上的利益。威廉·O·道格拉斯（William O. Douglas）称银行家为“金融白蚁”，而当时他仍是证券交易委员会最初的成员之一。炮制1933年《银行法》和这之前的银行法规的弗吉尼亚州参议员卡特·格拉斯（Carter Glass），当时是银行最强硬的敌人，曾经开玩笑似地说他本州的一些民众常常想把银行家弄来用私刑处死。

30年代零星的债券换新业务只是让投资银行维持生计而已，并没有带来它们在1929年股市暴跌之前所习惯的那种丰厚的盈利。情况到了40年代早期有了改观，但是出现了一个从此将成为投资银行业重要术语之一的新现象。这就是战争期间政府对证券市场，尤其是对债券市场的主导。国库证券是占支配地位的投资热点，因为战争机器显然需要资金

① Vincent Carosso, Investment Banking in America: A History(Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970)第159页。

来润滑。这些融资活动得到了一场大规模的政府宣传运动的支持。这样，国库证券开始排挤公司证券，表1-3说明了这一点。在一些年份里，新发行的国库证券占到了债券市场新发行总额的95%甚至更高。这种情况我们称为**挤出效应(crowding out effect)**，以后再未出现，但这个术语被留下来用以描述政府对资金的需要与公司或市政证券的宏大的发行计划撞车的情形。类似的情况还见于30年代，当时复兴金融公司暂时取代了华尔街作为各产业的主要长期资金提供者的地位，但是这个例子并未涉及证券领域。

表1-3

新债券的发行1940－1945

单位：百万美元

年份	总额	公司债券	市政债券	国库券*	国库券百分比
1940	$ 2381	$ 601	$ 751	$ 1029	43
1941	6814	518	889	5407	79
1942	16749	506	342	15901	95
1943	19134	282	176	18676	98
1944	24298	422	235	23641	97
1945	29916	607	471	28838	96

* 仅统计可在市场流通的债券。

资料来源：《联邦储备公报》，数期。

同一时期，财政部与联储积极配合行动以稳定利率，以达到既保证融资成功，又不使国库受制于市场的目的。按照官方的用语，这叫做**钉住利率(the pegging of interest rates)**，用来产生一条斜率为正的收益曲线。在40年代的大部分年头里，收益率稳定在90天短期国债的1.75%与长期国债的3.5%之间。联储的公开市场业务帮助稳定了利率。钉住利率的政策直至1952年朝鲜战争结束才正式取消。

钉住利率的政策使得投资者不必去频繁地交易国债，这样就导致产生了一种将在70年代晚期与80年代前半期受到严峻考验的态度。大部分国债，尤其是长期国债，被人们当作是市价不会有多大变动的金融工具，这种情况的主要原因在于其持有者的特点。在战争期间，主要持有者是商业银行和其他存款机构。联储和财政部鼓励银行持有国债以支援战争。联储对那些持有国债作为资产而不是发放商业贷款或其他类型贷款的成员银行放宽准备金要求。于是，平均每个银行有70%的资产都投资

于债券而不是它们所通常持有的贷款。直到战争结束，银行才开始出售债券，以发放更多的商业贷款。但是钉住利率的政策实现了它预期的经济目的，那就是保持国库资金成本的稳定。正如哈利·杜鲁门（Harry Truman）后来所指出的，它还有一个政治上的副效应：它有助于使货币政策权力从纽约转回华盛顿，于是把投资银行与行使决策权的地点隔开了一段距离。

政府雄霸市场，把一些公司借款者挤了出去，但是那些得以进入证券市场的公司却发现息票利率水平很合它们的口味。但是债券市场已经走上了战争轨道，公司债券显然处于次要地位。投资银行业只有两种业务以资慰藉：政府机构债券与市政债券。这两者没有被《证券交易法》的条款所涵盖，所以在通常作为基础的公司业务生意清淡之时得以继续支撑着这个产业。

在战争年代设法进入市场的那些公司发起了一场当时尚无人预见的潮流，这场潮流后来的发展历史曲折而漫长。制造业股票和制造业股票时代的神奇魅力给丧失了公司债券业务的华尔街以些许宽慰，并重新开始刺激投资者对普通股票的胃口——这种胃口在 1929 年股市暴跌之后几乎消失殆尽了。美国轿车铸造公司（American car and Foundry）和制造盘尼西林的辉瑞制药公司（Pfizer），在这个时候推出了新股票，给市场带来了一丝生机。但从大体上来讲，战争融资以及使美国工业服从战争的需要是金融市场的基调，直至大战结束。

1945 年罗斯福去世之后，投资银行业依旧低迷不振，尽管股票市场正在回升。杜鲁门执政期间银行的形象并没有比 1929 年以来的情况有多大改进。1947 年至 1952 年这段时间尤其可以作为投资银行业历程的一个分水岭。1947 年，司法部起诉一批华尔街的主要投资银行以及它们的交易协会——**投资银行家协会（the Investment Bankers Association）**，指控它们滥用垄断力量，违反了《谢尔曼反托拉斯法》。美利坚合众国讼亨利·斯特奇斯·摩根等人案（United States v. Henry S. Morgan et al）在 20 年中第二次让投资银行不情愿地当众丢丑[①]。这也是管制当局的最后一次起诉，当局仍然怀疑 JP 摩根公司间接控制着摩根·斯坦利公司，其行为类似于过去的“资金信托人”。

经过多年的调查取证工作，政府和公司双方都破费惊人，案子最终却

① 除摩根·斯坦利外，这个集团还包括高盛公司、雷曼兄弟公司、基德-皮博迪公司、迪龙-瑞德公司、斯密斯·巴尼公司及第一波士顿等公司，但省略了某些将来会更加重要的公司，如美林公司和所罗门兄弟公司。

不了了之。司法部无法使案件成立,它指控的内容是摩根一伙实际上组织了一个垄断组织,操纵了1934年以来的公司债券市场,并举出某些特定名字在证券发行公告的经理人或承销商位置的出现频率作为证据。考虑到《格拉斯—斯蒂格尔法》的限制和投资银行家与客户之间多年的传统联系,由一小撮公司霸占新发行证券牵头和联合牵头经理人的位置当然是不正常的,除非实际上投资银行业确实是政府默许的一种垄断。政府的指控认为几家主要公司合谋排挤其他公司,这一点最终却没有得到证明。当案件终于烟消云散,整个行业一起长舒了一口气。同样重要的是,老旧的新政实行者被迫放弃了对投资银行业的进攻。就在同时,一个新的共和党政府入主了白宫,市场的光明前景出现了。

60年代的牛市

当投资银行在朝鲜战争后站稳脚跟之时,证券发行市场的形势反映了美国社会性质的变化。新的产业将主宰资本市场,新的中介机构,如新出现的**电讯证券公司(wire house)**或大经纪公司,将改变金融业的景象。美国的工业化程度变得更高,更多的城市居民迁往城郊居住,于是投资格局也发生了急剧变化。这种变迁的风气一直持续到1972年年中,直至布雷顿森林固定汇率制体系的垮台,而后者将会给资本成本与资金筹集方式留下抹不掉的痕迹。

朝鲜战争结束到布雷顿森林体系垮台之间这段时间里,美国金融业格局发生了一次意义重大的变化。二战以前,工业公司是普通股票的主要发行人,这时虽然它们还是主要力量,但其他的一些股票发行人也开始登台了。公用事业同时作为股票市场与债券市场的主要发行人出现了,而且投资公司即互助基金的股份销售额也有了较大的增长。互助基金的兴起是战后证券市场上最引人注目的场面之一。投资者与储户开始通过投资公司注入资金,以求得资产的多样化,而不再计较投资金额的多少。这样,互助基金就处在一个令人妒忌的位置上,它们拥有向市场投资的大笔资金,可以按照原先设定的目标进行投资。互助基金无法通过投资银行销售股份,它们把股份直接销售给公众或通过经纪人分销。但是投资银行也有好处可沾,因为它们可以推出新的上市公司,向互助基金而不必向个人投资者出售首次公开发行证券。

市政债券也开始以创纪录的数量上市,有些时候竟接近新公司债券的上市数量。新发行证券的数量增长可以从表4-1上查到。这个时期是

美国城市居民向郊区迁居的高潮，因而许多市政当局需要借款来发展基础设施以满足对社区服务的需要。尽管有新发行的市政债券、公用事业债券以及投资公司的股份，承销机构的日子仍不好过，因为这些证券毕竟不像传统的公司债券与股票那么有利可图。

表 1-4

新市政债券和公司债券的发行情况 1955－1970

单位：百万美元

年份	市政债券 *	公司债券 * *
1955	$ 5976	$ 7420
1956	5446	8002
1957	7150	9957
1958	7832	9652
1959	7880	7189
1960	7292	8081
1961	8566	9420
1962	8845	8969
1963	10538	10872
1964	10847	10372
1965	11329	13720
1966	11405	15560
1967	14766	21954
1968	16596	17383
1969	11881	18347
1970	18164	30315

* 所有品种。
* * 公开发行和私募。

资料来源：《联邦储备公报》，数期。

这种情况产生的一个后果是，一种被称为**小经纪商号(boutique)**的行业在 60 年代后末期发展起来了，它通常只是帮助新成立的公司发行首次公开发行证券。一流投资银行的承销能力受到这些较小机构的挑战，而后者可能只专门开发某几个概念，比方说新电脑、药物或服务公司。这些首次公开发行的证券虽然比传统工业公司的股票新奇刺激，但是风险也更大，尤其是因为它们中有许多是尚无经营业绩的“概念”公司。一流的大投资银行也有它们的一席之地，那就是成为当时主要潮流的并购活动，当时这种活动很为追寻时髦的集团公司化潮流的公司所推崇。

60 年代中投资银行受到公司与个人投资者追求资产多样化的影响，它反过来也影响了后者。投资者喜欢互助基金，因为它可以避免某只特

定股票的风险。1929年的股市暴跌和大萧条的记忆对许多投资者来说并不那么遥远。公司也基于同一原因热衷于资产多样化。通过收购其他公司，其中一些是属于完全不同行业的公司，它们可以有效地保护其经营状况不受经济滑坡或者消费者口味改变的影响。这些公司成为集团公司，其利益遍及制造业和服务业领域，既有国内业务也有国际业务。

集团公司被作为一种资产多样化的途径介绍给投资者。虽然这类公司有一些主要从事国内业务，另一些则有广泛的国际控股。通过它们的国际子公司，除了美元它们也拥有其他货币品种的收入。许多投资银行利用投资者对这种多样化的偏好销售这些公司的股票。根据这种逻辑，购买一家跨国公司的股份类似于购买一篮子不同的货币。一旦其中一种货币贬值，其票面损失可以由另一种的增值来弥补，于是总的结果对公司的盈利就没有太大的影响。

尤其发生在国内公司之间的并购浪潮也刺激了一项传统业务的发展，使它引起了人们的关注。**风险套利(risk arbitrage)**变得时髦起来，许多交易导向型的公司通过对收购公司及被收购公司的股票进行买入与卖空赚取了巨额利润。但是从另一方面来说，如果套利者没有充分地计算风险，以至于遇到某种未能预见的政治或经济风险，严重的损失也是可能发生的。

在60年代，以至于70年代，许多交易导向型的证券公司开始向传统的牵头经理人施加压力。利用做市和交易方面的专业技能，它们可以凭借交易的灵活性而非传统的募集能力争取到生意。二级市场能力，不论是市场庄家、**头寸抢利者(position taker)**、还是批发交易方面的能力，都是证券发行人日益看重的东西。但是尽管许多公司在向承销业务以外的领域发展，做一个顶级承销商仍然是它们中大多数人所向往的目标。这一行业与其初期相比已经发生了实质性的变化，但是竞争者的目标依然没有多大变化。

60年代市场的市场波动与交易业务的日益重要导致了投资银行业的第一次合并浪潮。一方面是小经纪商号公司的建立，而另一方面是通过联姻以增强金融实力的运动。开始在证券发行公告为牵头与联合牵头经理人保留的头面位置上列出非资深机构的名字。美林公司和所罗门兄弟公司成为顶级公司标志着经营方式在未来将有明显的转变。1959年成立的多纳逊-卢佛基与詹里特公司(Donaldson, Lufkin and Jenrette)在相对较短的时间内开始以向机构投资人提供研究产品的方式对投资银行业的排头公司发起了挑战。在同一时期，许多小经纪商号公司也不得不寻

找合并伙伴以求在行业中立足。

1975 年 5 月 1 日的**五月日(May Day)**取消了固定佣金制，这也给许多公司造成了困难。在那以后，机构客户尤其可以与其经纪人协议二级市场交易的佣金价格，有效地结束了过去盛行的固定价格佣金制。零售客户也有小程度的受益，因为这个措施导致了**贴现经纪人(discount broker)**的兴起，他们向客户提供佣金低廉的简单经纪人服务。贴现经纪人并不向客户提供咨询服务。证券研究曾经是大多数公司的主要固定成本，不论其业务是零售性的还是机构性的。在“五月日”之后，许多专门从事研究和那些以“软佣金”基础提供研究服务的小经纪商号由于佣金收入的减少而陷入了财务困境[①]。

交易业务日益增加的重要性由于 60 年代末到 70 年代中期的期货期权市场的发展而达到顶峰。自从 60 年代中期以来一直在困扰着市场的易变性，使许多投资银行和证券商最终认为必须开发保值工具来帮助专业人士和投资者抗御风险。商品期货市场到那时已经运行了半个世纪有余的时间，而且它所采用的交易机制和观念变得越来越对证券市场具有吸引力。如果投资者不能在资本市场中找到一种能抗御风险的适当手段，那么一个很明显的可能就是，长此以往就会失去生意。于是，芝加哥期货市场开始试验利率期货，而一个有组织的期权市场也在芝加哥市的**芝加哥期权交易所(the Chicago Board Options Exchange 或 CBOE)**建立起来了。

新的交易所和金融产品

虽然芝加哥期权交易所在 1972 年正式开门营业，而**芝加哥商业交易所国际货币市场(the International Monetary Market)**也于 1975 年开始进行一些金融工具的期货交易，期货期权交易地位的稳固确立还要再过 10 年。80 年代早期，大多数投资银行在这两个市场中都有了立足点。从纯粹的投资银行业务而言，而不是就顾客服务这方面而言，利率期货与期权交易有助于提高投资银行经受市场不确定性的能力。一些大投资银行证明，利率期货可以用来在组建承销辛迪加时或债券尚未售出时为承销辛迪加的债券头寸保值。期权在处理某些股票的发行时也可以达到同

① 提供“软佣金”的意思是，证券公司向机构客户提供研究报告，以换取其经纪业务。实际上，假如客户能够给经纪人创造足够的利润，研究报告是免费提供的。

样的目的。保值技术作为一种规避承销风险的方式流行起来的时候,投资银行业已经跟过去那种更闲散地组成承销辛迪加的时代有了实质上的不同。但是尽管投资银行业已经为70年代末险恶的市场形势作好了准备,它还面临着来自国外的更严峻的挑战——这对投资银行完全是陌生的竞争对手。

很多这类新情况都会使人注意到,市场与投资银行业在短短的时间中发生了多么巨大的变化。但是可能最具革命性的变革发生在债务市场,70年代初期新债券的发行额开始呈指数级增长。60年代晚期股票市场消退以后,越来越多的公司开始转向债务市场筹集资金。公司的债务股本比率在60年代中期开始稳步增长,到80年代早期总额已达到战后的最高点。在同一时期,主要公司的股利支付比例(股利占净收益的百分比)开始下降,直至80年代中晚期才重新回升,这与对外股本筹资活动的变化相一致。在这段时间里,公司也使用股本资金,但通常是内部产生的(未分配)利润而不是新筹的股本。固定利息收入的债券生意在此期间昂头挺进,很多发行机构积极响应,投身债券领域。

债券筹资重要性的增加对正在伦敦迅速发展的新出现的欧洲债券市场是一个推动力量。但是后者同样受到在政府国民抵押贷款协会(the government National Mortgage Association 或 Ginnie Mae)1968年成立之后发展起来的政府机构债券市场的刺激。政府国民抵押协会胜过其前身——联邦国民抵押贷款协会(the Federal National Mortgage Association 或 Fannie Mae)的一个优点是,它发展起来一种**转手证券(pass-through security)**,这种债券用它筹措资金所购买的一批抵押贷款的收入向投资者按月付息。这种新技术被称作**证券化(securitization)**,后来成为战后最著名的融资手段之一。这种金融工具的流行使抵押保证证券市场成为后来几十年中最受欢迎的债券市场部门之一。但是不是所有的投资银行都积极地投身于这个市场。在发行新债券方面,抵押贷款协作机构的债券通过推销集团而不是承销辛迪加进行销售。发行所能赚取的费用比常规的公司业务要菲薄得多。再者,它的二级市场交易采用了一种不同于公司、国债、市政债券市场普遍采用的到期收益率的另一种收益计算方法,这也妨碍了一些投资银行去交易这种工具。虽然一些投资银行对抵押保证证券持保留态度,它的一级市场还是有很大增长。下表列出的联邦国民抵押协会、政府国民抵押协会以及联邦住宅贷款抵押贷款协会(the Federal Home Loan Mortgage Association)的新债券发行额,可以证明这一点。

单位：百万美元

年份	金额
1975	$ 35633
1976	36275
1977	37319
1978	46483
1979	54236
1980	60536

资料来源：《联邦储备公报》，数期。

就短期债务而言，在60年代晚期与70年代早期商业票据市场也经历了巨大的增长。当时的情形与今天一样，虽然有短期资金需求的大额借款者大多都求助于这一市场，但多数的借款者都来自金融服务部门——要么是商业银行的控股公司，要么是制造商的融资机构，比方说通用汽车承兑公司(General Motors Acceptance Corporation)或通用电气信贷公司(General Electric Credit Corporation)。这些金融公司利用这一市场为汽车及其他产品的库存融资，主要是为其代理商网络服务。而银行控股公司发现了商业票据的另一用途，与正在流行的信用卡业务不谋而合。许多银行转而用商业票据而不是用存款为其顾客的信用卡消费融资，因为，作为一个非银行实体，实际发行商业票据的银行控股公司不需要为借款保留准备金。这样，商业票据就与信用卡一起大行其道。

一些投资银行看准了这一趋势，既做商业票据的二级交易商，又兼做商业票据的发行机构。但是它们也深知这一市场还是不及承销债券和股票利润丰厚。大多数商业票据的出具的期限为6个月或更短。发行一次新票据的费用收入只相当于承销一批债券收入的几分之一，而实际销售一般只需几个钟头就可以完成，因而要想从这些生意上赚钱的唯一可行的方法就是让它们成批量的上市。组成二级市场的交易商成立了一个二级市场交易商协会，类似于为联储所承认的国债一级交易商组织。

来自欧洲债券市场的挑战

当美国的牛市以其创纪录的证券发行量和强劲的二级市场高歌猛进之时，一个崭新的离岸市场在60年代中期诞生了。1964年，英国商人银行华宝公司(S.G. Warburg)承销了意大利高速公路机构——奥托斯塔塔(Autostrada)的美元债券。这一期限为15年的债券向美国国外的投资

者发售，避开了扬基债券市场和证券交易委员会的注册手续。这次发行的成功表明持有美元的非美国投资者乐于向这种新的金融工具投资，以避开美国这一过程的持有税。不管是否出自有意的安排，一个新的市场产生了，它将在20年之内与美国公司债券市场和扬基债券市场争夺最大的美元公司债券发行市场这一殊荣。

逃避持有税并不是新生的欧洲债券市场唯一的立法上的刺激。1963年，美国实施了**利息平衡税(the Interest Equalization Tax 或 IET)**，有效地降低了外国债券在美国的销售量。利息平衡税对扬基债券利息高于国内同类债券利息的超额部分征税，有效地把国内投资者购买这种债券得到的收益优势用税收的方式取消了。这样造成的直接后果是，英国人一直在构想的新市场得到了明确的动因：于是一个新的离岸市场就建立起来，并直接与纽约的扬基债券市场展开了竞争。此外，这个新市场将会很快允许全球的借款人来这里借贷美元或任何技术上行得通的货币。虽然评论家指出许多该市场何以能与美国国内市场竞争的根源，但这一问题最简单、最无可争辩的答案就在于美国法律本身，它想要遏制国内资本通过扬基债券市场外流而最终被证明一败涂地。

作为许多与之争夺发行业务的各国国内市场的混合物，欧洲债券市场发展出一些特有的性质，这些性质为投资银行与债券发行人双方都加以利用。美元最初是，并且仍然是新发行欧洲债券的主要标值货币，尽管其他硬通货币也在使用。新市场的冒险家本性以及渗入伦敦辛迪加中心的浓重的欧洲影响，令许多新债券在美国人看来有些陌生。比方说，大多数债券的息票付息是每年一次，而不是美国通行的半年一次。大多数债券只以无记名形式发行，以便利二级市场交易和隐匿受益所有人的姓名。而也许最重要的是，它们不在证券交易委员会或其他任何管制机构注册——乍看上去，这一点至少意味着它们比在美国出售的类似债券更有风险[①]。

但是创新的步伐并不停留在简单的债券属性上，欧洲债券市场还开发出**浮动利率票据(floating rate note 或 FRN)**。这种票据定期将自己的利率调整至高于伦敦的欧洲美元拆放利率，或称美元存款的**伦敦同业拆放利率(the London Inter-bank Offered rate 或 LIBOR)**的水平。这种债券通常每6个月付息一次，其利率在同期的6个月 LIBOR 水平上

---

① 因为不需要注册程序，欧洲美元债券发行时往往伴随着比美国简短得多的募股说明书。这也有利于降低借款人的成本。

浮一定利差。这种类型的债券受到了那些为其海外分行的美元业务融资的商业银行的极大欢迎。投资者喜欢它们,是因为它们比通常的欧洲美元定期存款的利息高,还有可以流通的优点。

欧洲债券市场上交易的债券类型不止于常规债券与浮动利率票据。在以后的20年中,投资银行与其客户设计出一系列令人眼花缭乱的债券,仅举少数几种来说,有可转换为外国货币的债券、模仿英国政府债券(金边债券)的**部分支付债券(partly paid issue)**、永久债券、多元货币债券、**附加早兑条款债券(issue with put features)**、大额发行并可在二级市场中追加其他发行人的**可替换债券(fungible issue)**、原始发行无息票债券等等。这些类型中的多数都经受住了时间的考验,而另一些则相对比较短命。其中一些我们将在第三章加以讨论。这些种类的债券既生动地说明了许多不同类型的投资银行客户的多样化融资要求,也反映了国际投资者对传统的固定利率和固定到期日的呆板公式的厌倦和换个花样的愿望。

在欧洲债券市场所出售的不同类型的债券中,相同之处就是它们的承销费用。通常而言,其承销费用都比美国国内要高,因为它们更多地遵从德国投资银行的费用制度而不是美国的。一般来说,这意味着一次承销生意的牵头经理人的全部费用收入约为2%。在一些非美元债券的承销业务中,全部费用可达2.25% - 2.5%。单凭这一点,这个市场上很快就挤满了实力雄厚的承销商,大量的小证券公司也凑热闹似地跟了进来。

承销费用制度再加之没有证券交易委员会的注册手续,使这个市场变得极富吸引力。承销协议本身是在牵头经理人与其他承销商之间达成的,而不是像美国那样在发行人与每个承销商之间分别签订的。为弥补证券交易委员会注册的缺位,牵头经理人在评鉴听证程序中附加了一个**要点审查程序(premia facie case)**,以确保借款人的信息披露更为充分。这一措施在一个包含不同国籍的发行人、银行家和投资者的新兴市场里,自然会引起争议。

但是通常的做法正好相反。信息的披露方式更多的是欧洲式的,而不采用证券交易委员会的方法。这样,一旦发行人与牵头经理人达成协议,证券就可以很快上市了。一般情况下,协议条款确定后,证券就等于完成了上市。自由的费用制使承销商可以给投资者打折扣,同时自己仍然获得一些利润。信息披露并不是一个迫切的问题,因为通常来说,发行人都是著名的公司或政府实体,其资信评级都是投资级的。在很多情况下,欧洲债券市场上的新债券会令某一特定国内市场上的新债券黯然失

色。因而可以说,在欧洲债券上市以前,其发行公司的资信等级和声誉已经广为人知,这样就相对减轻了承销人评鉴听证程序的压力。

那些没有实际参加承销辛迪加的公司仍然有机会参加多数发行(不是全部)都有的推销集团。正如可以推想的那样,推销集团成员只能取得全部费用构成的一部分,它们常常从事与新债券发行有关的灰市交易。除通常的承销商之外,经纪人也常常参加推销集团,而有一些则专门从事灰市交易。牵头经理人不仅不对这种活动感到不悦,还常常私下里(如果说不是公开的话)加以鼓励,因为它使牵头经理人有机会来估测市场对新债券的反应,并在必要的时候从灰市证券商那里购买债券来支持新债券。

美国参与欧洲债券市场的机构并不限于投资银行,很多商业银行通过附属公司参加了承销辛迪加和推销集团。这些通常冠以母银行名称的附属公司,一般是根据《埃奇法》(the Edge Act)(国会在1919年通过的法律,旨在增强美国工商业和银行的国际竞争力)而组建的,并在距母公司一臂之遥的伦敦开门营业。很多这样的附属公司也参与银行贷款市场的银团贷款,因而承销证券并不是它们的唯一业务。商业银行进入这一市场的原因是双重的。第一,它们要表明,作为全方位服务的批发性机构,它们能满足其国际客户的要求,这一点在本国国内是无法办到的。第二,有些商业银行声称拓展业务可以给它们带来承销经验,一旦《格拉斯—斯蒂格尔法》废除,就可以用之于国内。

尽管商业银行杀入欧洲债券市场的战果不一而论,但是除了J.P.摩根公司之外,没有一个商业银行附属公司曾经进入过承销辛迪加的最高层(见表1-5)。尽管这类机构经常获得来自母银行的可观投资,很多最终还是撤离了这一市场,把它留给了来自欧洲大陆和日本的投资银行与承销公司。这些公司有较丰富的市场经验,而且愿意拿出美国银行力所不能及的更多资本。尤其是在80年代初期和中期,联储与英格兰银行出于对来自外国银行的不公平竞争的担忧,开始公开鼓吹提高商业银行的资本金标准之后,这种情况更为突出。商业银行觉得差不多同一时期发展起来的互换市场更能使它们得心应手,部分原因是高利率环境以及1982年墨西哥债务危机的后果,那场危机几乎使国际银行体系失灵,并导致许多银行盈利状况严重恶化。

到80年代中期,欧洲债券市场已经突飞猛进,在新债券发行数量上已经超过美国国内公司债券市场。两者的新发行总额的市场规模可以从表1-6中看到。经过多年的时间,不论发行人还是投资者都已经对欧洲债券市场更为熟悉,并且它已不再含有国内市场的"不肖之子"这样一种

意味了。当它在80年代初期开始轻松地操作大宗股票发行业务之时，借款人与投资者也开始把它作为一个主要的资本来源之所，而不仅仅是次一等的考虑对象。这并不是说这个市场从未有过什么麻烦。80年代后期永久性浮动利率票据的一次严重的市场流通性降低表明，该市场的一些新兴领域仍然易受反复无常的价格波动和投资者情绪变化的影响。但是在很大程度上说，这个市场不再带有幼稚的痕迹。

表 1-5

欧洲债券市场的牵头经理人 1982－1993

单位：百万美元

经理人	国籍	总承销额*
瑞士信贷第一波士顿 (Credit Suisse First Boston)	瑞士	$ 93297
野村证券 (Nomura Securities)	日本	91554
德意志银行 (Deutsche Bank)	德国	70470
大和证券 (Daiwa Securities)	日本	48765
摩根·斯坦利 (Morgan Stanley)	美国	40382
摩根担保公司 (Morgan Guaranty)	美国	40029
所罗门兄弟公司 (Salomon Brothers)	美国	39406
美林公司 (Merrill Lynch)	美国	39178
华宝公司 (S.G. Warburg)	英国	28075
瑞士联合银行 (Union Bank of Switzerland)	瑞士	26674

* 牵头经理人的全部信用金额。

资料来源：《欧洲货币》，数期。

表 1-6

美国公司债券和欧洲债券市场的新发行活动 1980－1990

年份	美国公司债券*（百万美元）	欧洲债券**（百万美元等值货币）
1980	$ 53206	$ 38400
1981	44643	52300
1982	54076	76000
1983	47369	77100
1984	73357	111500
1985	165719	167700
1986	312697	226400
1987	301349	170680
1988	329919	225213
1989	298807	255700
1990	299313	229900

* 不包括扬基债券和在国外销售的债券。
** 包括扬基债券和其他外国债券。

资料来源:《联邦储备公报》,数期及世界经合组织《金融市场趋势》,数期。

该市场中的主要承销机构面临着不同于其国内市场的困难与挑战。筹资速度很快,使包括美国公司在内的许多主要承销商忙于应付。募集能力也比在任何一个国内市场中都更为重要,因为许多传统的购买新债券的顾客都被排除在外了。大体上说,三种不同类型的承销商在市场中变得突出。最引人注目的是能够比较迅速地承销并通过自己的投资部门解决相当一部分销售问题的欧陆银行。格拉斯—斯蒂格尔难题自然不会妨碍它们,因此它们的承销与募集业务是相互联系的。德国、比利时,还有一些英国银行是这一类型的最好例子。仅次于它们的就是资本状况比较良好的附属公司或商人银行分支机构。如果一次大型的承销不是很成功,它们有足够的资金以持有未售出的债券,直到市场形势改善,最终更成功地将债券销售出去。一些美国的附属公司属于这一类型,尽管在这里最成功的美国机构还是那些在国内也很成功的承销商。

很多(而不是全部)一流的美国投资银行也依靠它们的长期客户关系成为一流的欧洲债券承销商,很多银行也把它们在国内制胜的法宝——勇于进取的风格——搬到了欧洲市场。它们中的多数都锻炼了良好的二级市场业务能力,以便于在某只证券成熟之后为投资者提供交易便利。拥有这种能力常常有助于弥补它们在国际市场中募集能力的缺乏,并最

终令投资者慕名而来。其他一些美国投资银行则干脆给它们的老客户提供一条新门路——帮助它们在这个离岸市场上筹资。但是就美国机构而言，欧洲市场的某个特点在一个短时间内一定会出现在纽约市场。欧洲市场的借款者已经习惯于宣布之后很快募集到他们所需要的资金，与之形成对比的是，纽约市场依然被繁缛的证券交易委员会注册手续所束缚。

欧洲债券市场的竞争随着新债券的削价发行而加剧，这种现象可能比各国国内市场上发生得要多。鉴于费用构成的规模与无管制市场中上市过程的迅捷，潜在的承销商常常发觉削价以争取新生意是划算的。向借款者提出比同类债券的通常利息要低的息票利率常常会引起公司借款者的注意，使许多以前并无经验的机构得以名列大承销商排名榜上。这种策略造成了一系列关于传统的借款人与承销商关系的问题，并重新引起了关于一个公司到底是应该更关心其新证券的形象，还是应该只考虑如何得到最廉价的资金的争论。尽管传统的看法与之相反，欧洲市场的这些新情况加之美国管制环境的变化很快使那些认为投资银行仍可以保持其陈旧的虚饰与传统的人哑口无言。欧洲市场已经成熟，当它开始向国内公司债券市场挑战的时候，显而易见国内市场将不得不吸收它的一些特点。

围绕 415 条款进行的革命

80 年代被称为金融变革的十年，最重要的变革是对市场与机构的金融管制的放松。其中最著名的金融变革包含在下列法律措施中：1980 年《存款机构放松管制和货币控制法》、1982 年《存款机构法》(《加恩—圣·杰梅因法》)以及 1989 年《金融机构重组、复兴和强化法》(the Financial Institutions Reconstruction, Recovery and Enforcement Act of 1989 或 FIRREA)。《存款机构放松管制和货币控制法》与《加恩—圣·杰梅因法》都有助于取消美联储著名的 Q 条例所制定的利率上限，而《金融机构重组、复兴和强化法》则允许众多有偿债能力的储蓄机构换领了从事全面银行业务的许可。数年前的 1975 年金融市场的“五月日”也许是影响到个人与机构投资者的最著名的改革措施，它取消了市场中交易业务的固定佣金。但是 1983 年实施的一项相对不那么惹眼的证券交易委员会规则可能产生了几十年中对投资银行业最深远的影响，尽管它鲜为圈外人所知。这就是**证券交易委员会 415 条款(SEC Rule 415)**，它改变了公司注册发行新证券意向的程序。

这个特殊规定的适用范围很广，不只是针对投资银行与客户及证券交易委员会的关系。但是，由于美国对证券行业的管制是全世界最严密的，人们于是认为415规则的背景仅与美国有关。实际上，这项规则所包含的改革来自于国际市场变化，是后者最终迫使美国的市场程序做出了改变。如果再不改弦更张，就会造成比以前更多的投资银行业务流向欧洲债券市场。

415条款允许，在向公众出售证券之前到证券交易委员会办理被称为**暂搁注册(shelf registration)**的手续。所谓"暂搁"即表示：公司将其在近期内发行证券的意向登记注册，向证券交易委员会提供相关的并可以在需要筹资时迅速更新的财务数据。到需要筹资的时候，这种事前注册就可以取消"暂搁"，于是整个过程比以前慢吞吞的官僚手续缩短了时间。简而言之，暂搁注册使债券和股票的上市速度加快。

尽管它看起来似乎很合理，这种暂搁注册还是给市场带来了一系列的问题。制定这一新程序的动因直接来自于在资本筹措程序方面的外国竞争，尤其是在债务市场方面。原来的注册手续促成了欧洲债券市场的诞生，正如前文所述，它也不自觉地与那些对本国资本市场加以封锁的外国中央银行犯了同样的错误。后一点非常微妙，它也是具有冒险家精神的欧洲债券市场的助产士之一，而后者的诞生在70年代令许多国家的中央银行大伤脑筋。

很多外国中央银行，尤其是西德联邦银行(the West German Bundesbank)与瑞士国民银行(the Swiss National Bank)，采取的是被称为**排队系统(queuing system)**的政策，以限制外国公司进入其资本市场。这种制度也适用于本国的证券发行人。本质上说，发行人必须向中央银行递交筹资申请，然后获准在某一特定日期进入市场。通往市场的行列称为"排队"，有时可以排到一年之后。在理论上，这项制度使中央银行通过创造和维持资本市场的秩序而达到保护国内利率结构的目的。排队并不是从评鉴听证的角度出发的，而毋宁说是从利率角度着眼对发行过程进行控制。这些国家对借款人及其发行机构施加的限制是产生非美元硬通货的欧洲债券市场的主要原因之一。

可笑的是，证券交易委员会的注册程序实施起来居然在某种程度上实际相当于市场排队制度。1933年关于在注册与有效注册日期之间设置20天搁置期的最初争论，描述了这种"评鉴听证排队"。甚至当1940年证券交易委员会被授权调整20天的搁置标准时，这一过程仍然比欧洲债券市场发展起来的那一套作法要慢得多。这两种排队制度的对比，形

象地说明了美国出于充分信息披露及保护投资者的考虑而对书面登记内容正确无误的重视，而欧洲国家则担忧过多的资本证券（多数是债券）发行给利率结构和货币政策带来的影响。

415条款受到证券发行人的欢迎，随着它的实施，注册者蜂拥而来。然而，投资银行对其潜在的后果却并没有高兴过头。它们对两个可能出现问题的地方产生了疑问：一是新程序对承销辛迪加组成方式的影响，二是它肯定会带来的评鉴听证方面的问题。在这两方面，银行所担负的责任都会变得很大。就前者而言，任何承销辛迪加组成方式的改变都会造成未销出证券的价格风险。就后者而言，加快的注册程序意味着更重的评鉴听证责任压在了投资银行的肩上；如果新证券大量集中上市，而证券交易委员会更多地依赖投资银行进行对发行人的考查，这一责任就更加严重了。具体来说，1980－1982年的经济衰退之后就出现了上述的情形。

欧洲债券市场造成的国际竞争压力是创造415条款的主要原因。既然无力控制离岸市场的活动，证券交易委员会反过来认识到了加速筹资过程的优势，于是放松了它对市场准入权的控制。但是评鉴听证的问题又如何处理呢[①]？万一证券发行人及其投资银行置财务信息的披露问题于不顾而一拥而上，一旦它们的哪位客户捅了漏子，岂不是又要它们面临潜在的法律责任风险？解决这个问题的方法之一是利用资信评级机构。既然大多数一级与二级市场上出售的现成公司的证券都已经由某个资信评级机构评定等级，因而投资者似乎不大可能没有足够的现成材料来判断一种新发行证券的优劣。虽然信用评级不足以取代评鉴听证，但它毕竟减轻了承销商的压力。但是遇到首次公开发售股票的新公司怎么办呢？许多这类公司并不向评级机构递交它们的财务报表，要么是出于节省费用的考虑，要么干脆就是因为首次发股的规模根本就不够评级的资格。

投资银行还有一个很担心的问题就是竞争。这种新的注册办法会改变承销辛迪加的组成方式，不论是承销债券还是股票。在实行暂搁注册之前，发行人去证券交易委员会登记，而它根据历史原因或在某一特定领域的专业技能所挑选的投资银行则到市场中网罗同行组成该发行的承销辛迪加。而415条款制定以后，组成承销辛迪加的时间仓促了许多。大多数情况下，只能由牵头经理人与发行人达成协议，然后在承销辛迪加尚

① Auerbach and Hayes, Investment Banking and Diligence 一书，特别是第2～5章对此进行了全面的讨论。

未组成之前先由牵头经理人承诺所筹措的资本。这样一来承销的风险就更严重了,因为时间对发行人与它委托的投资银行来说变得与承销辛迪加本身的组成同样重要了。

在实行暂搁注册之后,牵头经理人必须尽快承诺全部交易,不管是单独还是同其他经理人一道。这种新做法被称为**包销(bought deal)**。实际上,发行业务先被买断后再进行分销,这是一个与以前作法不同的细微而又重要之处,它标志着投资银行业竞争性质的变化。在这个资本密集程度已经很高的行业中,长远看来还需要更多的资本。这种程序的另一个关键因素——上市的速度——也预示着新一代的牵头经理人和联合牵头经理人将是依赖效率与金融实力而非依赖客户关系取胜的投资银行。

70年代末与80年代初,垃圾债券市场的发展使人们对评鉴听证的顾虑淡忘了许多。1980-1982年的经济衰退结束之后,利率开始从历史最高水平回跌,大量的新发行股票与债券充斥着市场,对评鉴听证问题的担忧无形中失色了。不够投资级的债券,即**垃圾债券(junk bond)**,首次在新发行市场上出现了。垃圾债券这个概念是新的,而这个名称却不是;60年代以来,垃圾债券就是公司债券市场上的一块神秘领地。

最初的垃圾债券是一种常被人们戏称为"堕落天使"的债券——即一度属于投资级但已经陷入困境的公司的债券。这种债券要么不带利息进行交易,要么已经无法兑现了。在这两种情况下,它们至多不过是投机工具。交易商买下它们,希望公司的经营形势好转,价格可能因此而猛涨。借以辨认它们的特征是其价格——通常是票面价值打很大的折扣。投机者可以通过它们的交易而获利,即使它们没有利息,而那些愿意耐心地等候公司境况好转的人所获得的资本收益可能会数目惊人。

垃圾债券不在传统的公司债券领域进行交易,因为后者只允许投资级的公司进入新发行市场。但是随着1980-1982年经济衰退结束而到来的融资活动爆炸,使经营状况不大好的公司也需要融资。主要的一个原因是,它们的传统资金来源——商业银行依旧把利率定得很高,因为80年代早期和中期的市场收益曲线一直是负斜率的。这样一些事实使得一个为资信等级低下的公司融资的债券发行市场变得令人向往了,因为一方面它可以为发行人提供用于扩张的资金,一方面可以为那些希望在资信品质上做文章以求得高回报的投资者提供一个投机的场所。于是,德卢克斯·伯恩哈姆·朗伯特公司(Drexel Burnham Lambert)在80年代早期开始牵头承销大宗的垃圾债券。垃圾债券的风行对以后10年美国投资银行业的历程也有一定影响。

用专业术语来讲，垃圾债券是一种息票利率较低的中期债券。它以比市场中的投资级债券利率高得多的比率贴现发行，这样发行价格就低于票面价值。投资者所获得的息票收益率较低，但是实际到期收益率却很高[①]。发行公司由此可以得益于较缓和的现金流出，同时仍享受税收上利息扣减带来的现金流动好处。投资银行也攫取了巨额的承销利润，这样就使承销**原始发行贴现债券(original-issue discount bond)**——垃圾债券及其他贴现债券形式的专业名称——的风险值得一赌。

垃圾债券同投资级债券在许多方面相似，它们都以同样的方式在证券交易委员会注册。而垃圾债券的承销辛迪加不同于传统的承销辛迪加，因为不是所有的投资银行家都参加这个市场。德卢克斯·伯恩哈姆公司把持着这一市场，它后来由于垃圾债券与储蓄机构的丑闻在1990年关门大吉。承销费用水平比高品质债券市场上要高得多。大多数情况下，承销费用相当于承销同类投资级债券费用的两倍。有利可图的费用标准，再加上许多机构投资者乐于购买贴现债券，使垃圾债券市场成为华尔街上许多年来最成功的市场。凭借在这一市场上的成绩，德卢克斯·伯恩哈姆公司在80年代大部分年头里跻身于最大的牵头承销商行列。表1-7与表1-8分别是公司股票与公司债券的最大承销商排名。

随着市场竞争在80年代变得更加激烈，产品革新和开发对整个银行业都显得极为重要。投资银行为了参与国际竞争而需要更多的资本，然而类似的商业银行也在寻找新的业务与产品，尽管它们的动机有细微的不同。面临第三世界债务危机以及日益减少的回报，商业银行转向革新手段以增加利润，同时又避免增加贷款风险。在一个自1983年诞生以来一直呈指数增长的市场中，商业银行与投资银行必将找到一处可以相互竞争并最终相互弥补的共同领域。

---

① 例如，10年期债券的息票利率是8%，而以13%的折扣率贴现发行，这样就制造了一个价格，或者说现值，大约是票面平价的72.5%。在到期日，借款人有义务以平价，或100%的票面价值赎回债券。必须考虑到资金的实际成本是13%，但它实际的现金利息支出仅仅是票面价值的8%。这样，就1亿美元的债券而言，每年须支付800万美元的利息，筹措资金额是7250万美元；如果按传统的全额息票债券计算，1亿美元的债券每年付息1300万美元。

表 1-7

普通股的牵头承销商排行 1978－1993

经理人	金额（百万美元）	市场份额百分比	发行宗数
	1978－1982		
美林公司（Merrill Lynch）	$ 8998.0	16.3	211
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	8935.7	16.2	117
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	5431.3	9.9	224
基德·皮博迪公司（Kidder, Peabody）	4532.3	8.2	138
高盛公司（Goldman, Sachs）	3939.7	7.2	105
佩尼韦伯集团（PaineWebber）	3425.5	6.2	130
第一波士顿（First Boston）	3163.2	5.7	91
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	2781.6	5.1	88
丁韦特资本市场（Dean Witter Capital Markets）	2657.5	4.8	75
LF 罗斯柴尔德（L.F. Rothschild）	1829.8	3.3	82
行业总计	$ 55066.3		2328
	1983－1987		
高盛公司（Goldman, Sachs）	$ 19942.9	12.8	214
美林公司（Merrill Lynch）	17099.4	11.0	343
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	15603.3	10.0	378
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	13453.9	8.6	157
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	12797.7	8.2	167
第一波士顿（First Boston）	8533.6	5.5	117
德卢克斯·伯恩哈姆·朗伯特（Drexel Burnham Lambert）	7840.9	5.0	212
基德-皮博迪公司（Kidder, Peabody）	7248.0	4.6	198
亚力克斯-布朗父子公司（Alex. Brown & Sons）	5122.9	3.3	138
佩尼韦伯集团（PaineWebber）	4642.9	3.0	152
行业总计	$ 155906.6		4786

表 1-7 续表

普通股的牵头承销商排行 1978－1993

经理人	金额（百万美元）	市场份额百分比	发行宗数
	1988－1991		
高盛公司（Goldman, Sachs）	$ 18774.6	14.7	132
美林公司（Merrill Lynch）	16884.6	13.2	176
亚力克-布朗父子公司（Alex. Brown & Sons）	13825.7	10.8	151
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	12049.4	9.4	130
培基证券（Prudential Securities）	7231.0	5.6	54
佩尼韦伯集团（PaineWebber）	7124.0	5.6	111
第一波士顿（First Boston）	6787.1	5.3	78
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	6716.4	5.2	69
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	6526.1	5.1	81
斯密斯·巴尼,哈里斯·阿海姆公司（Smith Barney, Harris Upham）	3520.3	2.7	77
行业总计	$ 128130.6		2148
	1992－1993		
美林公司（Merrill Lynch）	$ 32442.7	18.5	258
高盛公司（Goldman, Sachs）	23341.7	13.3	138
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	15212.6	8.7	158
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	12737.8	7.3	98
CS 第一波士顿（CS First Boston）	10829.7	6.2	85
斯密斯·巴尼公司（Smith Barney）	7298.4	4.2	102
佩尼韦伯集团（PaineWebber）	6623.8	3.8	92
多纳逊-卢佛基公司（Donaldson, Lufkin）	6196.4	3.5	74
亚力克斯-布朗父子公司（Alex. Brown & Sons）	6124.0	3.5	118
培基证券（Prudential Securities）	5318.7	3.0	57
行业总计	$ 175140.0		2578

指牵头经理人的全部信用金额。

资料来源：证券数据公司。

表 1-8

公司债券的牵头承销商排行 1978－1993

经理人	金额（百万美元）	市场份额百分比	发行宗数
1978－1982			
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	$ 34978.1	19.8	353
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	32966.6	18.6	256
美林公司（Merrill Lynch）	19920.7	11.3	261
高盛公司（Goldman, Sachs）	18179.7	10.3	178
第一波士顿（First Boston）	17951.5	10.2	169
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	15610.6	8.8	206
佩尼韦伯集团（PaineWebber）	9636.4	5.4	118
基德-皮博迪公司（Kidder, Peabody）	5568.8	3.1	79
德卢克斯·伯恩哈姆·朗伯特（Drexel Burnham Lambert）	4789.3	2.7	122
迪龙-瑞得公司（Dillon, Read）	3913.0	2.2	43
行业总计	$ 176852.6		2201
1983－1987			
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	$ 139321.8	20.6	1191
第一波士顿（First Boston）	108986.7	16.1	1001
美林公司（Merrill Lynch）	78009.3	11.5	779
高盛公司（Goldman, Sachs）	70606.3	10.4	660
德卢克斯·伯恩哈姆·朗伯特（Drexel Burnham Lambert）	69939.3	10.3	622
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	66041.0	9.8	589
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	51486.6	7.6	757
基德-皮博迪公司（Kidder, Peabody）	20332.2	3.0	337
佩尼韦伯集团（PaineWebber）	10809.9	1.6	207
比尔·斯第恩斯公司（Bear Stearns）	10537.0	1.6	169
行业总计	$ 676105.3		7696

表 1-8 续表

公司债券的牵头承销商排行 1978－1993

经理人	金额（百万美元）	市场份额百分比	发行宗数
	1988－1991		
美林公司（Merrill Lynch）	$ 220711.0	16.5	2528
高盛公司（Goldman, Sachs）	170417.5	12.8	2193
第一波士顿（First Boston）	151399.8	11.3	2157
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	134948.6	10.1	1628
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	125032.0	9.4	2427
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	119964.1	9.0	1345
基德-皮博迪公司（Kidder, Peabody）	83739.0	6.3	2593
比尔·斯第恩斯公司（Bear Stearns）	77842.0	5.8	2171
培基证券（Prudential Securities）	53388.7	4.0	1443
德卢克斯·伯恩哈姆·朗伯特（Drexel Burnham Lambert）	35263.5	2.6	433
行业总计	$ 1336200.0		24192
	1992－1993		
美林公司（Merrill Lynch）	$ 168673.9	22.6	1054
高盛公司（Goldman, Sachs）	121513.3	16.3	713
雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）	101030.9	13.5	697
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	76106.8	10.2	525
所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）	70895.6	9.5	517
CS 第一波士顿（CS First Boston）	63792.6	8.5	416
JP 摩根公司（J.P. Morgan & Co.）	23184.5	3.1	283
比尔·斯第恩斯公司（Bear Stearns）	19160.3	2.6	193
基德-皮博迪公司（Kidder, Peabody）	16025.5	2.1	192
多纳逊-卢佛基公司（Donaldson, Lufkin）	15301.3	2.0	108
行业总计	$ 746450.8		5377

资料来源：证券数据公司。

金融工程的兴起

70 年代的职业证券交易商群体，尤其是美国国债一级交易商，开发出了一些技术手段，这些技术由于债务融资需求的增大与几次银行业危机的交织而更加受到人们的欢迎。同时，投资者开始倾向于有资产担保的债券，而不再仅仅相信借款人的空口一诺。这些趋势与投资银行自 60 年代开发出来的新产品被人们合并成一个全新的科目，称为**金融工程**(**financial engineering**)。对于那些肯花钱费时投资于“概念金融”的投资者来说，这种新的技术将是非常有利可图的。

过去几十年出现的所有趋势与产品中，在 70 年代伴随抵押担保证券出现的证券化、欧洲债券市场的一些借款人积累的大量浮动利率债务以及第三世界债务危机以一种随意的方式结合起来，制造了 20 世纪公司融资领域深刻的革命。尤其在 1981 - 1985 年间，投资者中间产生了 30 年代以来从未有过的警惕心。尽管从人寿保险公司、养老基金以及各式互助基金等等中介机构可以得到现成的投资基金，但是投资者偏偏对债券借款者的财务状况更为谨慎起来。过去 20 年间债务融资的猛增自然令投资者产生了一种不安的情绪，这就要求需要资金的公司做出新的保证。

同时，向发展中国家发放的不良贷款造成的商业银行危机要求银行与储蓄机构筹集新的资本。联储与英格兰银行(the Bank of England)发布的中央银行指令，分别要求两国的商业银行对贷款持有更高比例的资本。但是贷款的损失使这点很难办到，在这种情况下，未分配利润不是一种资金来源，并且股市对银行股票反应冷淡，很大程度上无法发行新股票。银行限于两难困境之中。一方面，它们需要更多的收入以满足股东的要求，并保留盈利以增加资本；另一方面，它们急迫地需要向顾客提供新的产品，这种产品要既能带来收入，又不致恶化它们已经非常危险的资产负债状况。

在 80 年代早期迅速发展起来的两种新产品帮助解决了这一难题，这就是利率及货币互换和证券化借款。尽管这二者服务于不同的目的，它们的共同作用是把金融业引入了一个新纪元。它们在市场出现后的 2 年之内已经把多数的一流投资银行紧紧地吸引进来。有许多主要商业银行中从事商人银行和投资银行业务的附属机构也一道加入了这两个领域。

在互换市场上，商业银行与投资银行通力合作，开展业务。两个分别持有浮动利率债务与固定利率债务的借款人，愿意将它们的贷款或债券

的利息支付互换，并就它们的资信状况差别作出相应的调整。实质上，这两个借款人在完成最初的债券交易后，将其债务的现金流量相互交换。在一桩双方当事人互换其现有债务或基于互换目的进行借款的交易中，投资银行担任牵线人或咨询人，或同时身兼二职。新签定的互换协议随即转给商业银行处理，后者以每年收取一定费用为代价，为新安排的现金支付提供担保。互换不同货币而非利息支付的货币互换也适用同一机制。互换市场将在第五章做更多的专门介绍。

在互换市场发展的最初阶段之后，第二个阶段接踵而来，这就是二级互换市场。借款人可以通过电话与某个交易商互换债券或货币。尽管要把互换市场的两个阶段分清并不容易，因为在实际操作中两者是结合在一起的，我们仍然可以发现，新的互换市场无论就它的哪种业务来说，在其出现后的 2 年之内均呈现了指数增长。到 80 年代末，据统计该市场涉及价值超过 3 万亿美元的未清算互换交易。尽管这个粗略数字因为重复计算的可能(如互换的互换)而难于核实，它毕竟表明了这项新技术广泛为人所接受。

抵押贷款机构发行的证券所引入的资产担保证券模型为公司债券市场提供了一种新的适销金融产品，并为商业银行提供了一种可行的筹资手段。机构证券由一批住宅抵押品作保证的做法叫作**证券化(securitization)**。从借款人的角度看来，某些金融资产可以用作债券的质押品。于是，抵押贷款机构的债券有了抵押品的保证，贷款者就可以放心大胆地将款项再次贷出了，这些机构的信用度并不因为借款行为而有所降低。如此前进一步，证券化可以帮助金融机构通过以资产为某些债务作质押的方式来筹集资金。

投资银行对商业银行的筹资要求作出回应，它们在 80 年代中期推出资产担保证券。商业银行将一些特定的金融资产，通常是贷款，集中在一处为银行在债券市场的筹集相近规模(通常小一些)的借款作质押。这样筹得的资金有助于满足银行的资本要求，同时债券有专门资产作保证，令投资者也很满意。这些债券的息票利率及付息的频率由相应的抵押资产的性质决定，但是它们通常都被评级机构评上较高的信用等级。

金融工程还包括另一项被称为**废止(defeasance)**的技术，它是指公司借款而后专门用于购买国库券。理论上说，两者价格收益比的不同使它们可以廉价地借款，而后购买国债，以赚取利息差额。按法律规定，在未来的某个特定日期可以用国债清偿公司债券。投资银行很快采用废止技术来扩大新债发行业务以及国债二级市场业务。同样，这种业务也是

新兴的金融工程的一个例子，有时也把它称为**结构金融（structured finance）**，因为它要求每笔交易都要单独安排，而不是像互换业务那样通过二级市场交易完成。

80年代中期投资银行的另一项主要收入来源于一项更为传统的业务即**债券换新（bond refunding）**。80年代中期的换新业务是大萧条以来规模最大的，尤其是公司债券换新。从表1-9中可以发现，在1985－1987年的换新活动高峰期，新发行公司债券中只有不到50％是筹集新债的。1984年下半年的利率陡降使公司愿意付出一笔回购溢价金，清偿息票利率较高的未到期债券，然而再以较低的利率发行新债。美国财政部可没有那么幸运，它发行的大部分债券都不允许溢价回购，于是证券商通过交易这些高利率的债券获得极大利润。

表1-9

新发行公司债券的净值1985－1987

单位：百万美元

年份	总发行量	新债净值
1985	$ 203500	$ 73800
1986	355293	121300
1987	325648	99400

资料来源：《联邦储备公报》，1988年9月。

利率下降的趋势一直持续到1990－1992年的衰退。在那段时间，许多公司发行债券的时候都不必附加回购溢价条款，它们认为利率再不可能比发行时降得更低。在低利率的情况下，投资银行也反对**附加早赎条款（call feature）**，以求新债券能顺利出售。早赎条款有时赶跑了投资者，因为大多数购买新发行公司债券的投资者都更偏爱**一次还本债券（bullet issue）**（即没有提前清偿条款债券）。这样，附有早赎条款的新债券降到了新发行公司债券总量的10％左右，而在1984年，这个比例大约是75％[①]。低利率环境与投资者对固定收益工具的偏好结合起来，使1992年和1993年成为债券市场特别红火的两年。

1982年衰退之后的牛市也给新股票的承销商带来了意想不到的收获。从1984年到1986年，新发行的普通股的数量由大约180亿美元增长到500亿美元，直至1987年10月的市场暴跌。购买优先股的热情也

① Salomon Brothers, Corporate Bond Market: Performance Perspective, First Quarter 1992, 第6页。

有了较大的提高，此时优先股的注册股息利率与普通股不相上下。正像60年代发生的那样，在新股发行市场上占据主导地位的是从电脑硬软件公司到生物工程专业公司的新概念股票。新发行的股票通常来自那些在70年代后期一直股本资本短缺的工业部门。随着公司对新发行市场的广泛利用，对内部衍生资本的依赖越来越小，这造成的结果是主要公司的股利支付占净收益的比例开始上升。这个现象本身就有助于推动市场的回升，于是道·琼斯工业平均指数与其他主要市场指数在1987年中期以前连创历史最高水平。

另一个对新股票发行与推销有利的情况是80年代中期欧洲股票市场的出现。它在许多方面与欧洲债券市场相似，实际上它只不过是主要的一流承销商将国内的股票在国际上分销的场所。股票的标值币种总是使用发行公司的核算币种。欧洲股票市场最初的起因是，一个国际辛迪加受菲亚特(Fiat)的最大股东之一——利比亚政府的委托，组织了一次菲亚特股票的二级市场分销。国际辛迪加被证明是很管用的，因为这笔业务所涉及的股票数量太大了，要是这些股票全部立即进入二级市场上的话，意大利的股票交易所根本消化不了。

其他股票发行的国际辛迪加出现在80年代的后半期。其中最大的一次——英国石油公司(British Petroleum)股票的分销活动卷入1987年10月股市惨跌之中，使其承销人蒙受沉重损失。但是就大多数而言，欧洲股票市场被证明是向国际投资者推销股票的可行办法，尤其是当发行量异常巨大的时候。大多数销售活动所涉及的都是扩股或二级市场分销，一般不涉及首次公开发行股票。

1987年10月的股市暴跌，被事后进行调查的总统任命委员会——布雷迪委员会(the Brady Commission)称作**市场崩溃(market break)**。这次崩溃打击了投资者对市场的热情，同时也降低了投资银行的利润，在市场指数平均下降了约20%之后，很多新证券发行表现不佳，还有许多发行被迫取消。美国股市中的外国业务，曾经作为许多投资银行的主要收入来源之一，也缩小为原来水平的一小部分。在这次暴跌之后，华尔街开始了普遍的缩减费用行动。除了经纪人佣金的损失之外，承销新股票的费用收入也降低了，直到18个月以后才有回升。并购业务的费用收入也有惊人的下降，特别是涉及垃圾融资的业务。这次市场崩溃也使杠杆接管活动的垃圾融资停顿下来，投资者由于忧虑跌市后2年间开始酝酿的经济衰退而对投机活动不那么感兴趣了。市场活动的萎缩直到1991年中期最严重的衰退阶段过去之后才有改善。但是，就在1992年的6个

月内,股票与债券的一级市场都创下了融资活动的纪录,直到1993年才被刷新。

尽管1987年之后的市场活动放慢了,国际因素依然在影响着美国市场。互换市场继续呈指数增长,并且许多机构投资者依旧四处寻觅国际投资机会以弥补其国内投资机会的不足。但是承销活动与非经纪人业务的减少显然对投资银行是一个打击,迫使后者继续削减其投资银行业务部门的职员。后来在1990年,证券交易委员会通过了一项宽容的、有利于新发行市场的裁决,这标志着证券交易委员会对私募活动以及外国证券在美国的发行和销售活动的态度的转变。它被称为**144A条款(Rule 144A)**。它的通过对市场上的所有领域都产生了广泛的影响,并且似乎是在把美国市场置于与欧洲市场直接竞争的位置。

实质上,这项规定放松了原来对美国股票托存收据及外国私募活动的信息披露程序上的限制,有利于外国融资活动便捷地进入美国市场。如果把144A条款与415条款置于同一背景下看待,可以看到144A条款是一种趋势的延伸,即对有意在美国出售非注册债券的外国借款者的信息披露或程序规则放松管制。最根本的是,它允许向美国国内机构投资者重新销售那些未经注册、但现在被视为合乎要求的证券。实际上,这项规定允许未注册证券进入以前只有注册证券方能进入的市场。

415条款与144A条款在新证券发行市场中营造了一个比较宽松的新环境。证券交易委员会对市场的控制虽然依然很牢固,但已经被有意地放松了,从而把以前由政府机构以一种更严格的方式行使的管制功能转给市场自我约束。这一举措适应了八、九十年代一级市场新证券发行量的剧增以及二级市场交易量的持续增长。纽约股票交易所的二级市场交易额从70年代晚期到90年代初期增加了两倍,而同期各种不同债券的交易额分别增加了两倍或三倍。既然并没有管制人员的相应增加,90年代初的证券市场于是向着比1933年以来任何时候都更加自律的方向发展。

由于商业银行希望重新将其业务范围扩大至投资银行业,要求取消《格拉斯—斯蒂格尔法》的压力也越来越大,市场在这些未知领域的成功取决于投资银行能否在一个直接管制更少的新环境中出色地提供其传统的核心服务。尤其是过去20年的发展已经证明,在经济不断增长的过程中,投资银行能够以控制最大承销商排行榜的方式固守其传统阵地。但是,由于情势的必然与扩大资本金的有利途径,商业银行正在投资银行业中突飞猛进。这一趋势将在以后的章节中加以讨论。

供讨论的问题

1. 投资银行总要对墓碑广告进行详细的研究，即使它未曾参与该项业务。为什么？
2. 不管投资银行业如何接连不断地变革，商业银行始终只能通过其分支机构从事投资银行业务，而不能亲自参与。原因何在？
3. 在某些特定的时期，大量的投资银行业务产生于原发行债券的换新业务。什么样的环境造成了这样的市场活动？
4. 一些批评家指责投资银行业是一种垄断。投资银行家们如何反驳这种观点？
5. "新政"措施对银行家并不特别友好，这种倾向此后持续了好多年。对此详细地加以讨论。
6. 什么原因促使投资银行业转向交易导向型？
7. 415 条款可能是 30 年代以来对承销业务影响最大的因素。描述一下其重要性。
8. 什么因素促使金融工程被广泛使用？

第二章　成本方面的考虑

概　述

最近20年里，美国公司的资本成本成为商界和政界谈论的一个重要话题。70年代和80年代中折磨市场的高成本带来的后果是什么？在成本较低的时候，经济有多大的成就？通货膨胀在阻碍经济扩张中扮演什么角色？政策制定者们应该怎样对付它？这些仅仅是在谈及美国工业的表现，特别是与它的主要商业伙伴或竞争对手做比较时所提出的众多问题中的一小部分。

当上市公司需要新的资金来扩大资本时，它们有四种可能的来源：留存收益、债券、优先股和普通股。刚刚进入市场的公司从理论上讲也有这四种可能的来源，但它们在首次发行股票前常常是依靠留存收益和银行贷款。债券融资通常只有在一家公司已在股市上有一定纪录并获得一个资信等级后才可行。本章将讨论通常条件下每一种资金的来源，但不同的公司，成熟公司也好新公司也好，会采取不同的融资策略，这些策略即不适用于其他行业的公司，也不适用于它们自己的其他发展阶段。

融资的历史从二战以来发生了翻天覆地的变化。公司融资转向偏好债券融资而不是股本融资，然而这一规则在牛市时恰恰相反，这时股本融资比债券融资更常见。这种转变的原因已经在第一章里讨论过。通常说来，股市的长期低迷会促使许多公司依靠内部衍生资金（即留存收益）或债券融资。当这种低迷持续较长时间时，比如在70年代和80年代初，资产负债表上的债务就会大大增加。反过来，当股市强劲时，就像90年代初期，新股的发行就频繁得多。由于利息支出的税收扣减，债务被普遍地

看作公司最便宜的一个资金来源，但债务负担的利息支出也反映出公司杠杆经营的状况——在股东得到红利之前必须先支付利息。

债券与股票孰优孰劣的一些争论与公司付给债券持有者的利息水平有关。虽然名义利息水平很重要，但实际上应该与当时的通货膨胀率相比较。名义利率减去通货膨胀率就是所谓的**真实利率**(**real rate of interest**)。真实利率越低，借债的实际成本就越低；利率越高，成本也越高。

从投资者的角度看，真实利率又称**真实回报率**(**real rate of return**)。不考虑税收因素的情况下，低的真实利率对借款人有利，而高的真实利率对投资者有利。若考虑到税收，结论只会加强。由于投资者从公司得到的利息收入是征税的，真实利率越高，对债券的购买者就越有利。而利息支出是有税收扣减优势的，所以真实利率越低，借款人的税后利息成本就越低。

真实利率有时在公司、市政和政府融资中扮演着一个模棱两可的角色。当真实利率高时，借款活动还是会像利率总体上较低时一样照常进行；但如果没有通货膨胀因素，资金的供给和需求就会减少。当名义利率低的时候，尽管这时的真实利率可能同名义利率较高时的真实利率一样，借款与股票融资仍然会增加。当通货膨胀率是13%时，一家公司可能会发行息票利率为15%的债券，这时它的真实成本为2%，同时投资者得到2%的真实回报率。假如后来，同一家公司在通货膨胀率为4%时以7%的利率借款；在税率不变的情况下，其借款成本实际上高于前者。但在第二种情形下新债券的发行市场会比第一种情形下更活跃，虽然投资者偏好的是高息票利率债务。当利率被普遍认为偏低时，许多公司更关心的是息票支付的实际水平而不是真实利率。

本章讨论融资成本时，重点将是融资成本的实际计算而不是不同市场条件下所应采取的融资策略。融资策略和资本结构既决定于公司所属的产业，又决定于公司愿意为开发新产品或开辟新市场所采取的独立策略。但所有这些策略的中心都是下面这些基本原理。

投资银行的作用

投资银行对于公司资本成本的决定起着重要的作用。它们给新证券发行人提出的建议包括：恰当的利率水平、认购价格以及投资者的需求预期，这些建议对于发行人成功地筹措资本至关重要。定价不恰当的股票或债券发行会影响发行人在市场上的声誉，同样也会使投资银行的名声

和根基遭受损害。在本章中，我们将讨论普通股、优先股、债券和商业票据等一些资本类型的成本。在第三章和第四章中，我们还会更加详细地讨论这些工具。

为新证券定价的投资银行功能，一部分是科学，另一部分则是艺术。前者要视二级市场上的收益率或价格水平而定，后者则很大程度上靠无法量化的市场“感觉”。投资银行在市场上的声誉反映了它们的建议的好坏，公司常常根据这种声誉来选择投资银行加盟它们最近的发行。这一过程的数学计算的一面(即本章的中心)，公司和投资银行都一清二楚。而主观的一面，对需要资金的公司而言，这才是投资银行的主要价值所在。

并非所有的投资银行都专门致力于同一种证券的发行。有的把重点放在小公司上，而另外的则着眼于大型跨国公司；还有一些银行在某些特定的产业各有所长。无论专长在哪个方面，新证券的市场定价显然都不仅仅是一个数字计算过程。否则，就没人需要投资银行了；公司宁可省下费用和佣金，自己办理证券上市。

定价建议的两个方面可以用不同的措词来表达。长期以来，投资银行用于新证券定价和建议公司资本结构的技术主要是会计方法。市盈率的作用、利息支付对净收入的影响、以及增加负债在一定条件下会提高公司的股本收益，诸如此类的理论在最近几十年的金融研究中受到挑战。然而，在作出新证券定价的决定时，用于股票或债券定价的工具却相当标准而且易于被公司财务人员所理解。虽然金融世界日趋复杂，发行定价却变得越来越直接了当。

除了市场决定的成本外，资金成本的一个主要成份是付给投资银行的费用。正如简述中提到的，协议承销的费用结构，因投资银行分销证券时所面临的风险不同而不同。首要的原则相当简单：投资银行感觉风险越大，它们要求的承销费用也越高。从这方面看，首次公开发行的成本比已成立公司的一级或二级分销更高，因为投资银行不能确定从投资者那里获得什么价格。换句话说，定价机制中“艺术”的一面，由于投资银行把无法量化的专业知识融入定价决策之中，因而这一方面变得与“科学”的一面(即纯粹用计算决定价格的一面)同样重要(如果不是更加重要的话)，而且这种专业知识应该得到合理的报酬。

一般地说，新股票的定价过程比新债券的定价过程复杂。但是，如果新债券附加了许多必须由投资者估价的创新属性，前面的概括就不成立了。在这种情况下，设计就变得十分重要，因为投资银行必须在投资者中

检验这些新属性,看投资者能否完全接受。在新证券发行市场上必须牢记一点,过多的属性反而有画蛇添足之嫌,最终交易过于复杂会造成新发行证券的滞销。投资银行和它们的公司客户在力图创新的同时,必须认识到试图销售一种创新产品的困难,过于复杂的产品将无法找到合适的市场。

投资银行的顾问角色在为证券设计属性时变得十分重要,因为这些属性会一直影响资本的成本。正如我们将在下文中看到的,投资银行收取的费用使长期证券的资本成本有轻微上升,但在某种意义上投资银行会设计出令投资者喜爱的证券属性来回报发行人。市场条件决定了证券的属性。如果这些条件被充分地理解,成功的推销可以省下发行人的钱。正如前一章所提到的,当预期近期内的利率是下降趋势时,附加早赎条款的债券是市场上常见的品种。如果预期利率并不下降,早赎条款就不太常见了。换句话说,如果利率已经相当低了,给债券附加早赎条款只会适得其反,无助于投资者的购买欲望。为了吸引投资者,这种债券反而需要支付比无此条款的债券略高的利息。但这么做就损害了前面说的首要原则,即息票利率反映市场因素。

关于新发行债券、优先股和普通股的资本成本的例子将在下面几部分讲到。每个例子中,投资银行的作用都在设计过程中得到强调。正如我们将看到的,决定股票的资本成本的方法尤其有很多。在这些例子中,展示的仅是标准的方法。不管用什么方法或包含什么成本,在二级市场的决定因素之外,协议费用或竞价投标费用都会加大证券的成本。

掌握每个因素分别包含的成本并不足以强调这样一个事实,即当发行人在选择一种融资工具时,如前面所提到的,成本并不是唯一的考虑因素。拟定融资方式对公司未来的融资和投资计划的影响也应该在计算之列。投资银行虽然会在这方面提一些建议,但它们的直接利益来源于定价和销售新证券。正如下面的讨论所表明的,在大多数情况下,债券从纯粹的计算角度讲无疑是公司最便宜的资金来源,并且在过去 25 年间常常比股票更受投资者的欢迎。但如果这是唯一的判断准则,股票融资早就该绝迹了。因此,在本章结尾将讨论资本的加权成本,揭示公司在力争获得最便宜的资金来源的同时,如何组合公开发行证券以兼顾资产负债表和战略利益。

债务资本的成本

虽然债券市场以外的计算因素有时会错误地混进来，衡量债券的成本还是比较简单的。不考虑债券的实际期限，债券的成本每年都是一样的，除非它在到期之前就被提早赎回了。为了避免混淆，我们将首先考虑直接债券的成本。直接债券即附加固定利率的半年期息票、有明确的到期日、不能以任何形式提前清偿的债券。

以发行量为 1 亿美元的 10 年期公司债券为例。公司发行在外的债券已经有 AAA 的信用级，我们假定这次发行在债券即将出售给公众时的评级仍然保持原来的信用等级。

首先要考虑的是它的息票利率水平。为了决定它将付出多少利息，投资银行必须知道已经上市交易的相似信用级的债券的**违约风险利差(default risk spread)**。这个利差就是 10 年期国库债券与 10 年期 AAA 级公司债券的到期收益率的差价[①]。到期收益率的计算在债券市场上已经标准化，除非特别指出，一般简称为“收益率”。

违约风险利差本身就是市场条件的产物，并随着由经济气候决定的市场条件的变化而变化。如果当前的 10 年期国库债券收益率为7.25%，AAA 级公司债券比它高 75 个基点(每基点等于 0.01%)，新债券的到期收益率就应该是 8%。最简单的债券定价方法就是把息票利率定为市场利率，并以面值平价作为定价，当然也可能有其他的方法。息票利率低于 8%同时认购价格低于面值平价，也能达到 8%的到期收益率。相应地，息票利息高于 8%同时溢价发行，同样也能产生 8%的收益率。后两种方法在理论上是可行的，但最常用的方法是按面值出售。

---

① 到期收益率是债券市场上固定息票工具的标准收益率。这是一个等式中的贴现利率，该利率是息票利息(或年金)收入流的现值，再加上以市场现价清偿的本金金额。其数学表达形式如下：

$$债券价格 = 息票收入 \times PVIFArn + 清偿价格 \times PVIFrn$$

这里：

PVIFA 是息票利息收入流的现值。

PVIF 是 1 美元的现值。

r 是以百分比表示的市场利率，或者市场上相似工具的到期收益率。

n 是距到期日的期限数。如果债券是标准的半年付息一次债券，则 n 等于年数乘以 2。这样，如果我们知道债券价格，就可以用相应的数据表来计算出到期收益率，反之亦然。几乎所有的债券的收益率都可以用债券计算器算出。但是，如果没有现值表或债券计算器的话，收益率或价格可以用下面的公式计算。符号约定不变，f 表示每年利息支付的次数。

$$价格或现值 = \sum_{f=1}^{n} \frac{债券的一次息票利息(\$)}{(1+r/2)^{f}} + \frac{\$1000}{(1+r/2)^{n\times 2}}$$

这个最简单和最常用的方法要求公司每年支付 800 万美元的利息。但发行人筹集的资金不到 1 亿美元，因为有投资银行佣金和其他发行相关费用。假设佣金占 1.5%，其他杂费如广告费、注册费合计占另外 0.5%的话，发行人就面对 200 万美元的总费用(1 亿美元的 2%)，它只得到 9800 万美元而不是 1 亿美元。发行人的实际成本用百分比衡量，计算如下：

$$\frac{\text{利息成本(\$)}}{\text{筹资总额(\$)}}=\frac{800\text{ 万美元}}{9800\text{ 万美元}}=8.163\%$$

于是，这种债券的有效成本是 8.163%，若投资银行费用低一点，成本也会略微下降。许多公司都力图协商一个低一些的费用标准，以节省金钱。如果总费用是 150 万美元而不是 200 万美元，成本就会降到 8.122%。

利息本身在计算联邦所得税时要进行税收扣减，所以 8.163%的成本还要经过进一步计算，以确定有效的税后资本成本(after - tax cost of capital)。假定公司处于 35%的税率范围，它的有效税后成本的计算如下，T 是有效税率的十进制形式：

$$\text{成本}(\%)(1-T)=8.163\%(1-0.35)=5.31\%$$

既然公司利息支出全部享受税收扣减，利息费用就有现金流动的好处。虽然需要支出 800 万美元的利息，利息的 100%都计入费用，如果所得税税率为 35%，那么就只有 65%的利息可以算作借款的税后成本。由于公司的高信用等级和利息的税收扣减，这种成本可能是公司能够从市场上得到的最低成本了。

债务融资相对较低的成本在很大程度上导致了在前一章中提到的金融市场债务爆炸。尽管借款会增加一家公司的财务杠杆比率，但是当股市不景气或留存收益无法增加时，债务融资对公司颇具有吸引力。不过，相对廉价的债务融资会被部分地抵销掉，因为过大的杠杆比率可能在公司业绩表现和信用市场声誉上造成不良影响。今天，更多公司借债的原因并非是为了明确的资本投资。互换交易和废止契约的发展使债券市场上的借款活动变得比表面上更复杂。第五章将对这些问题作进一步探讨。

同样，为了将债务成本从适才提到的利率水平上降下来，就需要赋予债券各种属性，这些属性将在第三章中谈到。必须牢记的一点是税收扣减因素。在债券的 10 年有效期内，有效成本会一直保持在 8.16%，但税后成本却不一定总是 5.31%。如果这段时间内税率范围划分标准发生变化，或者公司的某些活动导致适用税率范围发生变化，税后成本就必须

重新计算。

在债券和资本市场上，回报率通常指毛收益率的概念——即税前的名义收益率。在公司融资术语中，税后的计算结果或真实成本比较流行。投资者按票面平价购买债券就是购买了一个 8% 的收益率，这一收益率与公司的税后成本无关。为了使二者具备可比性，必须计算投资者的税后收益率。如果投资者与该公司的所得税率范围(35%)相同，投资者的税后收益就等于公司的税后成本。在任意一种情况下，本章开始提到的真实利率都要经过进一步的计算，这样才能得到真实的税后成本。

以上的讨论对通过商业票据筹措短期资金同样适用。只是商业票据在两个重要的方面与债券不同。由于商业票据是短期的，它一般没有利息而往往以贴现方式发行，即发行价格低于票面平价。借款的公司在到期日支付票面平价或名义借款金额。在到期日，利息实际在 360 天的基础上计算[①]。如果一家公司需要 90 天 5000 万美元的借款，投资银行或交易商作为其承销机构会为此次发行索取 0.25% 的费用。同时，我们假定货币市场上的收益率情况是：商业票据应该比同期限的国库债券每年多出 1% 的利息。如果国库债券每年的利率是 5%，商业票据应该定价为 6%。

投资银行付给发行人的货币金额计算如下：

$$\text{贴现金额} = \text{名义发行金额} \times \text{利率} \times \text{时间}$$
$$= \$50000000 \times 6.25\% \times 90/360 = \$781250$$

于是，

$$\text{发行价格} = \text{名义发行金额} - \text{贴现金额}$$
$$= \$50000000 - \$781250 = \$49218750$$

投资银行于是以 6% 的贴现率出售票据，得到一个较高的价格 $ 49250000，而投资银行的利润是 $ 31250。这个利润同承销债券的利润相比微不足道，但商业票据对投资者募集速度也相应快一些。如果投资银行感到募集困难时，它会相应提高收费水平。通常，高质量的商业票据在原始发行几小时内就被投资者抢售一空。

---

① **实际天数基础或 360 天基础(actual/360 days basis)**是指，尽管多数的收益率计算法都以一年 360 天为基础，而实际计算法可以 364 天构成一个财政年为基础。国库债券假定一年有 52 周，每周有 7 天，即一年有 364 天。于是，一年期国债的收益率事实上比它所标的贴现率高。例如，利率 6% 的 100 万美元国债，期限一年，其收益计算如下：

$$\text{本金} \times \text{利率} \times 1\text{年}(364/360) =$$
$$\$1000000.00 \times 0.06 \times 1.0111 = \$60666.00$$

而不是在 360/360 天基础上计算出的 $ 60000。

与债券成本的第二个不同点是商业票据不需要在证券交易委员会登记，除非它的期限超过了270天。因而，它可以逃避与债券相联系的几个主要成本（见第三章），同时投资银行的发行风险降到了最低。正因为如此，新发行市场可以很快完成借款人的交易。商业票据的发行市场分成两部分。一些商业票据通过交易商发行（如刚才所讲的），称作**交易商募集商业票据（dealer-placed commercial paper）**。另一部分直接由借款人发行。后一种则称作**直接募集商业票据（directly placed commercial paper）**，只有最有名和最频繁的借款人才可能以这种方式发行。显然，它避免了投资银行的佣金。但是不管哪一种方式，发行技巧都是相同的[①]。

在发行债券和商业票据的情况下，募集交易商承担的风险只有到证券被全部售出时才结束。如果发行商业票据，在出售新发行证券时平静的市场条件最为理想，因为影响市场贴现率的任何因素都会使发行变得困难。在这方面，商业票据比债券有优势。由于不需经过注册程序，商业票据比必须注册的公司债券更能灵活地把握市场时机。即使是暂搁注册程序也无法使公司债券赶上商业票据的上市速度。

商业票据是大多数公司最廉价的短期资金来源。在近20年间，它越来越流行了。虽然几乎所有的商业票据都没有抵押保证，但许多小额的或者非经常性的借款人都有银行信用额度的支持。商业票据是银行和金融公司提供消费放款的主要资金来源。汽车制造商把借来的资金转贷给交易商作为库存融资，或者贷给顾客；而银行控股公司用这些钱作为顾客信用卡消费的资金来源。在看到商业票据市场的相对低成本优势与消费者贷款的相对高利率后，许多金融机构已经把商业票据作为它们的主要资金来源，对其依赖性很强。可以很有把握地说，如果没有60年代以来商业票据市场的发展，美国的消费者利率会与今天的情况大不一样。如果没有一条便捷的途径去获得相对大量的短期资金，许多银行和金融公司将不可能为引进后不久便急速膨胀的信用卡消费提供资金。

自60年代以来，债务融资的增长相当可观，但是优先股融资一直是公司市场融资途径中最不常用的方式。市场筹资方法。优先股常常被认为更接近于债券而不是普通股，因为优先股按照固定的股息利率支付一成不变的股息，从而成为财务杠杆的一种方式。这个观点的根源在下一

① 最著名的直接发行商业票据的借款人是制造商的金融分支机构，如通用汽车承兑公司和通用电气信贷公司，以及银行控股公司如花旗银行公司（Citicorp）和大通曼哈顿公司（Chase Manhattan Corp.）。

部分会更加清晰。优先股融资(至少纯粹的优先股融资)仍旧是债券和股本融资的结合体,并且没有继承任何一方的全部优点。

优先股的成本

优先股的名称来源于这样一个事实,即它的红利应该在支付给一般股东任何普通股的红利之前优先支付。因此,优先股的红利是从税后利润(或净利润)中支付的,它不像债券的利息那样享受税收扣减的优惠。虽然过去 10 年间设计出许多附加属性,大多数传统的优先股还是收入固定的红利,一旦发行就不会改变。因此,优先股是一个混血儿,它继承了债券和股票二者的特点。

优先股通常以每股 $ 25、$ 50 或 $ 100 的标准面值发行。标准面值有助于公司确定想要发行的优先股股数。筹资 1 亿美元的面值 $ 100 的优先股意味着发行 100 万股;同样的金额用面值 $ 50 的优先股发行就意味着发行 200 万股。由于优先股受市盈率和市场波动的影响不像普通股那么大,因而新发行优先股的定价更接近于债券。决定了优先股的面值后,公司和它的投资银行就必须达成适当的红利水平。这一水平用百分比表示,它将成为正式的固定的红利,只要优先股还在外发行,就必须偿付这一红利。

实际的红利水平由公司已发行的其他优先股的收益率决定。若没有已发行的优先股,就以市场上相近公司的股票为准。优先股的收益率应该处于公司普通股的红利水平与公司债券的收益率之间,但是考虑税收因素后优先股的收益率会低于债券[①]。假设适当的收益率应为 7%,实际的现金红利就是相应优先股面值的 7%。同样,投资银行的费用应该从实际发行价格中减去。如果承销费总计为 5%,面值定在 $ 100,则公司每一股优先股将得到 95 美元,同时承诺支付每股 7 美元的固定红利。

$$\text{优先股的成本(\%)} = \frac{\text{每年红利}}{\text{面值} - \text{费用}}$$

$$= \frac{\$7}{\$100 - \$5} = 7.37\%$$

此例中,投资银行的费用使资本成本上升了 0.37%。正如在第四章中将看到的,优先股可以附加一些经过设计的属性,以降低资本成本或者起到

① 持有另一公司优先股的公司仅按其红利收入的 30% 纳税。这一因素使得许多投资级优先股的收益率降到低于同一公司的债券收益率,尽管风险因素表明优先股收益率应高于债券。

发行促销作用。许多属性都与第三章讲的股票附加属性相似。

优先股的成本应该比公司普通股的红利收益率高(但不是普通股的成本),而且考虑到它的风险程度,它还应该比公司债券的收益率高。优先股的风险比债券大、比普通股小,原因在于它的稳定红利。从发行人的角度看,优先股的固定红利支付并没有债券利息那么诱人,因为它没有税收扣减的优势。投资者也觉得它的风险较大,因为红利是从净利润中支付的。并且,优先股不能像债券那样为投资者提供**债权人地位(creditor status)**。

由于优先股要经过与公司普通股和债券同样的注册程序,它也会产生各种各样计入总成本的杂费,如注册费、广告费、邮资和印刷实际凭证的费用。同债券一样,这些成本应从发行收入减去承销费的差额中再扣除,才能计算出真实的净成本。

既然优先股是一种混合而成的工具,投资银行会以不同于债券或普通股的方式推销它。投资者从机构客户到小额投资者都有,前者寄希望于红利以及股票价格上涨的可能性,后者着眼于固定收入的金融工具且购买金额较小。优先股在证券交易挂牌,对小额投资者来说,它们的价格比债券更容易查看。但优先股并没有普通股和债券流行,因此它的潜在投资者也不多。

关于优先股的战略性用途超出了目前讨论的范围。但是应该说,所谓战略性用途很大程度上依赖于发行公司的类型。银行和其他金融机构因为管制者设定的资本金要求而运用它,这一动机完全不同于传统的制造业公司。在债券融资方面也可以概括出同样的结论。但是,在下一部分将看到,一种所有公司都常见的融资工具,在与规模或市场情况无关的情况下,却因衡量其实际或隐含成本的方法不同而变得很有争议。普通股发行的成本计算就不像债券和优先股那么容易了。

新发普通股的成本

不同于新发优先股,新发普通股的成本不能仅由流通中股票的红利水平简单地决定。虽然说,前例中新发优先股的成本为7.37%是正确无误的,但如果是普通股分红,这样计算的成本就不对了。这表明在决定新发普通股的成本问题上,还有其他因素在起作用。决定成本的过程中,投资银行的角色是至关重要的,也许大大超过在其他金融工具中的表现。证券发行机构必须把以下因素考虑在内。

计算新发普通股的成本依赖于若干市场因素。公司和投资银行必须清楚地了解公司现存普通股的价格、当期的价格收益比(市盈率)、以及公司近期和远期的财务前景(首次公开发行的股票将以不同方式处理,下面章节将予以讨论)。公司财务前景异常重要的原因是公司将不得不增加收益来支付新股红利,这也是发行新股的部分费用。如果公司当期没有分红,摸清其发展前景就会变得双倍重要,因为没有一个可靠的坚实的成长格局,投资者很可能不会认购新发行的股票。

计算新发普通股成本的基本方法有三种,在复杂程度上各有差异。所有方法都依赖于该股票市场价格水平的历史走势情况,研究对象是股票的绝对价格或市盈率。绝对价格的历史走势尤为重要,因为它是投资者首先考察的主要因素之一。但是用市盈率来衡量的真实价格才是关键因素,它决定公司在何时着手发行新股,以及在历史分析和市盈率分析的基础上,投资人认为该股票是否值得购买。

举个例子,假设某公司股票的当前交易价格是每股 $ 30,市盈率为10,这意味着每股有 $ 3.00 的当期收益。该股票的**红利支出率(dividend payout)**为 50%,就是说每股每年分红 $ 1.50。在此基础上,**红利收益率(dividend yield)**为 5%,或 $ 1.50/ $ 30.00。但如前文提到的,认为发行新股的成本等于红利收益率是不正确的。尽管公司有义务对任何新股每股支付 $ 1.50,但 5% 却不是全部的成本。如果 5% 就是全部成本的话,其他融资形式恐怕就没有存在的必要了,因为从这个例子判断,发行新股无疑就是可行融资工具中最廉价的一种。

市场因素也必须计入成本等式中。投资人购买股票既为了红利,也为了获得价格增值。如果红利已经支付,增值预期也必须被考虑在内。换个说法,普通股是投资者的公司投资形式中最有风险的一种。债券和优先股风险较低,相应的收益率也低一些。但是红利只表现了 5% 的收益率,当然预期收益的平衡必须由股票的市场表现填补。简言之,为了使投资者满意,股票价格最终必须上升。公司必须承担事先证实其“票有所值”的义务。

如果公司想发行新股,在注册登记和进入发行市场前,它将一直等待最强劲的市场契机。假设股价升至每股 $ 35,导致新的市盈率为 11.67,新的红利收益率为 4.29%(假定收益和红利保持不变)。仅凭简单的一点算术,把红利当作决定成本的唯一因素,那么成本会变得更加低廉。但是股票在市场上升值的百分率必须同时计算在内。

计算成本的最简单方法采用**债券收益加风险溢价计算法(the bond**

yield plus risk premium approach)。公司的债券收益(从投资者的角度,使用前一节的举例数据)是 8%,在此基础上附加一个股票的风险溢价。确切的溢价百分率由债券与该公司股票表现的历史收益率差价决定。如果没有该公司的具体统计数据,可以采用其他公司的数据或使用相似公司的调查统计数据来替代。例如,假定某个可比公司的一般差价长期为 4%,则 8% 的债券收益率增加 4%,最终股票成本变成 12%。

反过来解释,如果红利收益率是 5%,投资者必然期望股票的市场价格在某段考察时限内升值 7%。本例中,我们以一年为期。这样,到年底投资者会得到 \$ 1.50 的红利(假定红利支出率没有增加)和 \$ 32.10 的卖出价。收益百分率计算如下:

$$\text{收益率} = \frac{\text{预期分红} + \text{预期卖出价}}{\text{市场现价}} - 1$$

$$= \frac{\$1.50 + \$32.10}{\$30} - 1 = 12\%$$

这里一个关键的概念是股票的成本伴随着投资者的股票升值预期而定。投资者预期的高低成为新股本资本的成本的主要组成部分。

另一种计算新股成本的方法,用两种不同的方式把预期在公式中表达出来。这种方法被称为**资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model 或 CAPM)**,它采用短期国债(90 天)的利率,一般用 Rf 表示无风险利率,用普通股的贝塔系数表示风险[①]。同时,对考察时限内市场一般表现的预期也是需要的。为了说明这种方法,不深入研究任何特殊的衍生因素,让我们假定股票的贝塔系数是 1.0,国债利率是 5%,下一年的市场升值预期是 7%。

在这些前提下,假定无风险利率保持不变时,使用资本资产定价模型计算股票的成本,公式如下:

$$\text{股票成本} = Rf + (\text{贝塔系数} \times \text{市场预期})$$

$$= 0.05 + (1.0 \times 0.07) = 12\%$$

显然,贝塔系数和市场预期都建立在历史假定的基础上。此处的贝塔风险系数假定该股票既不优于也不劣于市场本身的表现,当市场发生变动时,股票与股市同幅变动。两者的关系是 1:1;贝塔系数也是 1。

该模型的用途在于,它不但有效地表明了市场预期在决定成本时的

① 贝塔系数是衡量股票的系统或市场风险的标准。具体地说,它用于衡量某支股票相对于市场指数的变动性,以此前 52 周的历史价格表现或其他普遍接受的时间序列为基础。通常采用的市场指数衡量标准是标准普尔 500 种股票综合指数(the Standard & Poor's 500 Index)。

作用,还简洁地揭示出利率扮演的角色。例如,如果短期利率发生变化,市场预期也会发生变动,可能变好也可能变坏。简单地把利率提到8%,就会引起股本资本成本的提高。当通货膨胀率和利率升高时,发行股票的成本也相应升高,因为该股票必须有上佳的表现来提供一个较体面的真实回报率(应高于通货膨胀率),资本资产定价模型正是这种现象的另一解释方法。

然而,以上任一种方法都没有完全给出新股本资本的成本。同新发优先股一样,无论哪种方法,投资银行费用仍要计入新发普通股的成本。事实上,上面采用的资本资产定价模型比较精确地算出了公司现存股票的成本——换言之,留存收益的成本。如果承销费用为发行价的5%,那么上例中的12%应乘以0.05,即12%×0.05=0.6%。这意味着,在12%的股票成本情况下,5%的承销费用将相应地提高新发股本资本的成本6%。

在任何一种情况下,股市上涨,该公司股票价格上升,新股本资本的成本相应降低。这样,投资者预期在决定新股价格上扮演了相当份量的角色。即使这种计算并不完全适用于新发普通股,在决定留存收益的成本时该方法仍旧适用。当某公司决定保留其净收入的一部分用于新的投资或扩张时,它就会动用未分配利润。理论上讲,在股东们相信公司管理层会出于利润动机使用这些资金的前提下,他们才会把未分配利润留给企业。这些资金的成本是多少呢?在上例中约为12%。就是说,投资者预期使用得当的留存收益在下一年会提高股票的价格。倘若公司没能做到这一点,投资者将抛售该公司股票,造成公司市值的下跌。

虽然新资本的三种市场融资形式中,债务被认为成本最低,其次是优先股,新发普通股成本最高,但应牢记这三者是相互关联的。如果债务融资使用增多,其他两种股票的成本也会轮流上涨。在其他条件不变的情况下,债务的增加将降低公司收入,直接对股东们造成影响。股东们会提高市场预期,并且(或者)认为该公司风险过高,因为固定的利息支出会影响公司将来的偿债能力。基本上,市盈率(每股收益率)可以看作股票成本的近似值。在前例中,股票的市场价格是$30,每股收益是$3,市盈率是10,它的倒数即每股收益率为10%。如果由于债务支出的增加而导致收入下降,投资者对新的杠杆比例会作出反应,每股收益率也会上升。

在接下来的章节中,将具体讨论那些把债务和股票的属性结合起来以及结合两者间的可转换属性的混合工具。投资银行的工作并非简单地帮助企业推销随便什么用来融资的证券。公司和其顾问们所面临的更玄

妙的问题之一是如何将各种不同的工具很好地组合到一起，以达到融资效用的最大化，让股东们满意，同时节省融资成本。

资本的加权平均成本

关于资本融通的公司决策并不仅仅是选定某种最佳工具而放弃其他。大多数情况下，为了获取可接受的资金成本而不致于在公司的资产负债表上产生负面影响，决策往往是采用债务与股票相结合的"一揽子混合融资工具"。很明显，采用何种融资方式并没有简单的答案。如果公司头脑简单，只考虑成本，它们就只会发行债券。如果投资银行只为赚取费用，它们会一直怂恿客户发行股票，因为这样收取的费用更高。

为了取得某种可接受的混合方式，我们引入**资本的加权平均成本**(**the weighted average cost of capital**)。这个概念帮助公司决定每种金融工具分别采用多少，并计算出最好的融资方式。为了清楚地表达这一概念，我们分为两步介绍。第一步，它不过是债务和股票的混合体：

资本的加权平均成本 = 债务成本(权重) + 股票成本(权重)

其中：

债务成本 = 税后债务成本

股票成本 = 使用留存收益的成本

权重由公司当前的资本结构决定。

在最简单的例子中，公司债券股票比率为1:1，用前面章节里得到的债券和股票成本，成本决定如下：

$$\begin{aligned}\text{加权平均成本} &= 5.31\%(0.50) + 12\%(0.50) \\ &= 2.655\% + 6.00\% = 8.655\%\end{aligned}$$

这些例子有助于说明，用增加债务替代股票会大大地降低成本。相似地，如果债务成本中的税收扣减比率下降，成本也会发生变化而轻微上扬。虽然实际例子很少如此简单，但其中的基本原理无疑是普遍适用的。

剩下来的问题是，在什么情况下公司新发行优先股和(或)普通股？当留存收益耗尽时，通常采用后者。快速回答问题的答案是：当然市场条件对哪一种有利就发行哪一种。当市场形势看好并且公司前景光明时，公司在需要资金时就会发行新股票。如果债券和货币市场的收益率低，公司也会考虑发行新的固定收益工具，包括优先股。然而，其实际发行数额取决于公司资产负债表中的资本结构。

无论理想的组合什么样，在公司试图发行新股前一定先用尽留存收

益。这就是前例中简单组合的原则之一。但优先股接着会登台亮相。为了迎合那些不愿购买该公司债券的投资者,公司可能尝试附加早赎条款或其他清偿属性的优先股。然而,优先股红利也是一种金融杠杆形式,因为它代表在普通股分红前必须固定支付的义务。如果没有税收扣减的话,它的用途将非常狭窄,因为红利是从普通股股东的口袋里拿出来的。

为了讨论方便。假定优先股占所需融资金额的10%以下,债务保持为50%,留存收益占25%。这样,留存收益决定了新发普通股的最终比率。如果公司需要2亿美元资金,权重大致如下:

25% 留存收益(0.5亿美元)

10% 优先股(0.2亿美元)

40% 债券(0.8亿美元)(假定债券加优先股的总额不超过结构的50%)

25% 新发普通股(0.5亿美元)

资本的加权平均成本等式扩展和表述如下:

加权平均成本 = 债务成本(权重) + 优先股成本(权重) + 留存收益成本(权重) + 新发普通股成本(权重)

= 5.31%(0.40)+7.37%(0.10)+12%(0.25)+12.60%(0.25)

= 9.01%

该数值表明,如果采用本等式中的权重,此刻公司的资本成本就是这样。显然,组合中的任何变化都会改变成本。

尽管这是决定公司资本成本的通常方法,但是这一方法并未考虑到筹资企业的性质。例如,这是一家成长型的公司还是一家保守型的呢?如果是后者,也许在计划扩张时不考虑增长因素。一家成长型的公司会评估某个资本投资项目,并且提供资金来创造远大于零的**净现值(Net Present Value或NPV)**(项目收入流减去成本的现值)。后一类公司很可能投产一个净现值等于或接近于零的项目,因为这个项目只是必不可少的,并不是增长导向的。由于项目回报率不同,成长型公司会采用股票融资,而保守型公司则可能采用债券。

上述方法对已成立并且已上市流通的公司完全适用。然而,并非所有公开交易的公司都能进入信用市场。通常只有比较成熟、业绩良好的公司可以在债券市场和商业票据市场融资。那些无法进入债券市场的借款人一般采用中期信用工具,从商业银行借款,当然成本要高于市场价格。一些企业可以在垃圾债券市场找到钱,计算成本的方法与任何投资级债券相同。第三章将更详细地讨论垃圾债券。但上述各种股票成本的

计算方法均不适用于首次公开发行股票，因为通常的市场机制或相近机制都不合适。

首次公开发行的成本

先前为私人持有的公司股份首次上市时，新股定价采用与成熟公司不同的方法。采用的方法多少有点主观，并且要求投资银行对市场抱有某种直觉——在某些情况下，这种直觉比参考二级市场流通股票价位为成熟公司定价时更多一些。

任何一种情况下，传统的会计模式在很大程度上必不可少。虽然该公司现有的市盈率通常被作为参考依据，但新公司尚不存在任何已流通的股份。市盈率的概念需要倒过来计算，先根据公司的现金流量或净收入决定一个询盘价，而后反过来计算出市盈率。例如，假定一家新电脑软件公司第一次打算出售股份，注册时的税后利润是 200 万美元。该行业相似条件的上市公司，出售股票的市盈率是 10。在这种情况下，该公司首次股票发行的总市值是 2000 万美元，这个毛数额还包括在证券交易委员会注册和付给投资银行的通常费用。

公司及其投资银行用 2000 万美元作为大致的指导，然后决定打算发行多少股。通常情况下，投资银行趋向于低估股票的价值。它们并不推荐 200 万股和每股 10 美元的方案，而会建议一个低于 10 美元的认购价。这是为了避免发行（假定发行成功的话）后，股票价格出现下跌，以致潜在的投资者失去兴趣，此次发行以及后继的发行就困难了。假定，它们决定以每股 9 美元发行 200 万股，承销费用是 7% 或 0.63 美元。这个承销费用还是由工作量和所预见的发售风险决定。当然，首次公开上市的费用要高于已上市公司增发新股的费用。

在此基础上，公司的发行收入是 8.37 美元乘以 200 万股，总计 1674 万美元。这种方法称为**可比公司定价法（pricing according to comparable companies）**。假定在这种方案下，公司的发行会被公众接受，因为相似的公司和现存的市盈率已被市场接纳。然而，如果相似公司不存在或公司并无完整的每季度收益记录，这种方法就无法使用了。如果这样，投资银行会使用**现金流贴现法（discounted cash flow method 或 DCF）**来确定股票的价值。

尽管贴现现金流法更加精确，它仍需使用一些会计上的假设。公司和投资银行拿出一定时间段的公司业绩作为依据，也许三年，规划公司每

年的现金流量。它们再确定一个公司的最终价值,这样现金流量和最终价值的现值就可以计算出来。最终价值是三年内公司市价的估计。为了获得现值,必须采用某个贴现率。

贴现率的制定方法近似于前例中计算市盈率倍数的方法。市场通行的历史或其他收益率,用来贴现单独的现金流量和假定的最终价值。计算出的现值就成为公司的"名义价值"。投资银行可以将这个名义价值除以一定的股数,就可以获得普通股的股价。上文提到的其余计算就可以随之进行了。股票是否要稍微压低价格?承销费用是多少?现在,这些问题可以更准确地提出了。

成本考虑只能大略地描述一下。在下面章节将看到,特定的债券、普通股、优先股的附加属性将最终决定发行人的真实成本。市场条件也会使问题复杂化。尽管美国国内市场曾一度被认为是能够有效筹资的唯一市场,但现代投资银行除了使用欧洲市场进行债券和欧洲股票生意外,还进入某些外国市场发行债务。同样复杂的情况是,某些特种债券发行商故意借入它们不需要的金融工具或货币,然后掉换成真正需要的品种。在这种情况下,衍生市场和资本市场的交织程度一下变得盛况空前。

可传导的市场条件

无论哪种类型的证券,发售成功的前提市场条件必须是稳定和强劲。投资银行在帮助发行人设计证券时,它们对上市时机的建议尤为重要。选择错误的上市时机会导致股票或债券价格下跌或根本无法出售,最后证券滞留在投资银行的账册上而不是转到投资者手中。

尽管金融市场要经历高低利率和牛市熊市的周期,但证券在市场繁荣和萧条时都能找到销路。即使在股市萧条时,那些特别有创意的公司仍可以找到市场。在这样的时期,有意见认为公司,尤其是首次公开发行的公司,无法获得在牛市中那样有利的价格。市场价格走低,而承销费用攀升,反映出一个萧条的或动荡的市场的风险。但是有一点是千真万确的,那就是不应该认为只有牛市才能引导新证券的发行。

在债券市场,这一点表现地尤其明显。当利率较低的时候,像 1993 年和 1994 年,新债券发行突破了历史纪录,同时大大刺激了股票发行。虽然推向市场的债券设计较 10 年前高利率时的发行有所不同,但这种市场状况对借款人和投资银行无疑是最理想的。然而,用 90 年代标准衡量并不十分有力的 80 年代市场仍成功地帮助各种借款人发行了债券。尽

管居高不下的通货膨胀率和利率造成了市场表面的疲软，但发行活动的关键在于真实利率与真实回报率，而不是名义息票利率。

许多公司受到劝告，高利率不会干扰长期借款。例如，如果债券收益率用息票利率表示为15%，许多企业意识到14%的通货膨胀率使真实利率只有1%。另一方面，投资者必然会估计通货膨胀是否会下降。如果他们认为近期内通货膨胀会下降，就会购买债券，希望在收益率下降前锁定高收益率的债券。通常，投资者希望高的真实收益率(或真实利率)，而借款人正相反。一旦双方的愿望达到共识，无论名义息票利率停在多少，市场照样能够继续发行新证券。

应付这种局面，非常需要经验丰富的市场行家的忠告。从外界看来相差甚微的情况会导致新证券发行的成功或失败，这一点在股票市场也是千真万确的。虽然大多数公司和投资银行一样可以计算资本成本，但最终为投资银行赢得费用收入的是它们把握市场时机的直觉。

供讨论的问题

1. 如果一家公司决定在一揽子融资计划中多采用一些债务工具，这对资本的加权平均成本有什么影响呢？多采用新普通股、新优先股的效果又如何呢？
2. 如果一位投资者对股票经纪人提供的首次公开发行证券的风险程度所知甚少，这笔交易中投资银行收取的费用能披露什么呢？
3. 一家需要3亿美元长期资金的公司决定全部采取债券融资方式。试问这种融资方式的优、缺点各是什么？
4. 当息票利率与市场现行到期收益率相同时，债券价格或现值就与票面平价相等。当息票利率与到期收益率不同时，会有什么变化？
5. 在表示投资银行费用与所采用的工具的期限和风险的关系上，商业票据提供了最佳的案例。试举例。
6. 首次公开发行证券与成熟公司的新发行证券相比，哪一个成本更高？为什么？
7. 为什么留存收益负担着一种资本成本？这种成本是真实成本还是隐含成本？

第三章 债券:承销及其特征

概 述

在20世纪70年代初以前,人们对债券的看法不同于今天。最初,它有两种基本形式,即直接债券和可转换债券。投资者之所以购买债券,看中的要么是它的收益固定,要么是可以转换成公司普通股以求获得利润。除此之外,比起多变的股票市场上利润丰厚的承销和交易活动来,债券市场简直形如一潭死水。

当70年代初所谓的"债务爆炸"发生时,融资的概念已变得面目全非。债券迅速地赢得了机构投资者的广泛接受,而后者往往也是前10年股票市场上的失意者。在美国政府机构中很快产生了一些新兴融资实体,对债券有着极大的胃口。欧洲债券市场也得到了迅速发展,与国内债券发行相比,欧洲债券降低了筹资和投资双方的成本和税赋。股票市场的盈利继续不时地滞后于通货膨胀率和总体经济发展水平,而石油输出国组织的石油危机和物价上涨,以及延续的利息税收优惠制,一时间都增加了固定收益债务融资的吸引力。因此,债券在证券市场上找到了强有力的立足点,在80年代早期流行的更近一轮金融创新,也就是所谓金融工程的革命中,债券的位置更加稳固了。

1979年到1985年间,历史性高利率对经济的困扰引起了信贷市场的巨大波动,也造成债券价格和收益的大幅度起伏。这种波动给投资者带来了风险,他们发现新兴的债务工具在许多时候如同过去的股票一样

动荡不安。这种担忧导致的金融工具设计大潮为先前的固定收益辞典增添了许多新内容。新内容的概念有繁有简，但概念特征的综合因素确实改变了信贷市场的面貌，出现了 15 年前无法预测的机构风险新趋势。

投资银行家的作用在这一过程中变得重要，原因有两点：首先，他们参与许多新金融工具的初始设计，借鉴其他市场的概念，与债务工具融汇贯通，缔造出一系列混合金融工具。其次，他们不但创造了这些新工具，而且还开发了新工具的交易市场。传统意义上的二级市场仅指投资人买卖已发行证券的场所，而新的二级市场变得更为复杂，最终突破了这种定义，成为职业投资者和交易商释放实物证券及证券或组合证券衍生工具风险的场所。但是金融工程新秩序的核心仍是传统的债券市场。

在市场变得越来越复杂之前，债券市场的主要划分可由不同的产品品种来分辨。国库券市场由**一次还本期限（bullet maturities）**（无提前偿还性质）债券代表，附有 2 年至 30 年期限的固定息票。它们很少，如果曾经有过的话，被提早赎回。公司债券市场则被直接的固定息票债券所占领，这种债券比国库债券附有更多的条款，通常包括**早赎条款证券（callable issue）**、**备有偿债基金（sinking fund）的债券**、**备有购买基金（purchase fund）的证券**以及长期倍受欢迎的**可转换证券（convertible issue）**非常流行。公司债券有无担保取决于举债人的信用等级。

市政债券市场最初被认为比公司债券市场更具有创新精神。市政债券的固定息票证券同时具有早赎条款或者偿债基金条款，某些不寻常的混合体还包含了像**序列债券（serial issue）**和**换新概念（refunding concept）债券**这样在其他证券市场上难得一见的品种。**收益债券（revenue bond）**也很流行，这种债券与公司债券领域的**收入债券（income bond）**同出一辙。所有这些不同凡响的特征在**抵押扶植机构市场（mortgage assistance agency market）**上被顺其道而用之，于是在 70 年代早期及中期整个新一代的**资产依托证券（asset-backed security）**诞生了。

60 年代末和 70 年代前半期的经济萧条创造出了二级市场上的一系列债券，在 80 年代初期这些债券品种被广泛接受。起初**“垃圾债券”（junk bond）**的名字用来指那些已无人问津的传统证券。随着信用评级的下降，这些证券不断跌价，因为公司的付息能力让人怀疑，因而所谓的高收益率也是靠不住的。而投机者仍会购买它们，期待着这些证券的发行人时来运转，为他们带来资本增值。

在 80 年代以前，无论牵扯哪一种债券，各自的市场都划分得相当清楚。后来，各个市场方开始互相渗透，取长补短。熟悉换新市政债券的投

资银行家将换新的概念移植到公司债券上。熟悉**证券化机构债券(Securitized agency bond)**的银行家也将这一特征成功地应用于公司债券领域。垃圾债券也凭着自身的实力在一级和二级市场上独成一派。80年代初,随着1980年《存款机构放松管制和货币控制法》和《加恩—圣·杰梅因法》的通过,美国解除了对利率的管制,源于欧洲市场的浮动利息或可调节利息债券被引入美国。各种情形下,投资银行都无一例外地扮演了传导新观念和新技术的角色。

在本章中,我们将分别对不同的债券市场进行研究,从新发行市场着手,一直分析到二级市场。投资银行家的作用在不同的市场大不一样。在公司和市政债券市场,投资银行家的作用比在国库券和机构债券市场更为重要。尽管竞价方式不同,公司债券和市政债券在不同的生命周期都与银行家息息相关。在国库债券和机构债券市场,投资银行尽管在新证券的推销方面不可缺少,但在新发行市场则不再那么显要。但无论如何,各种债券技术的相互借鉴工作全靠投资银行家来完成。

本章的每一部分都会按照相似的模式划分。讲述每个债券市场划分时,我们将先介绍背景知识,接着讨论特定品种债券的特征,然后是像公司债券领域的证券化债券那样的创新手段。再接下来,将介绍一级市场以及新债券发行的技巧。每一部分都将以讨论二级市场以及在建立有序的金融市场过程中投资银行家的交易商或交易角色而告终。欧洲债券市场将在公司债券的单独一节里讨论,零息债券也将在国库债券一节中单独成章。

公司债券

背景

20年代以来,美国公司债券市场已成为世界上最大的非政府债券市场。各种各样的筹资人在这个市场获得期限从2年到50年不等的资金。1933年《证券法》颁布之前,筹资者进入该市场相对较容易。在该法案和1934年《证券交易法》通过后,所有公开发行的公司债券与私募区别开来,都必须在证券管理委员会注册,而外国筹资者在纽约发行的债券也不例外。这些立法并没有妨碍市场筹集资金的功效,但却明确要求发行公司在向投资者销售债券前充分公开它们的财务状况。

当今，无论从筹资实体的数量，还是从未清算债券的美元金额来说，公司债券市场都已经是美国债券市场最大的领域。1993 年国内公司和国外实体的债券发行总额达到近 4000 亿美元，这一数据常常包含欧洲债券市场的数字，但这里离岸业务的数字将单独处理。公司债券市场是国际美元债券市场的境内部分，而欧洲债券市场则代表其离岸部分，它们之间的主要区别在于：境内证券仍须在证券交易委员会登记，而欧洲债券则无须登记。

公司债券市场本身就代表了几乎每种公司类型的筹资人。除了传统制造业公司的债券，市场上还有金融服务企业代表的种类各异的次证券群，包括银行债券、电话公司债券、公用事业债券以及单独的外国债券，或称**扬基债券(Yankee bond)**。各种次证券群存有差异的原因在于，公司债券不如国库券那样可替换，也就是说，许多公司是不能轻易被其他公司所替代的，这种可替换性的缺乏将成为它们在二级市场流通的阻碍力量。这一点在下一节我们讨论其特征时将会表露得更明显。

像所有定期定息的债券一样，公司债券也受**到期收益方法(yield-to-maturity calculation)**的约束。任何从传统模式衍生出来的债券都必须按这一方法换算出它的回报。除非特别说明，这一方法假定半年付息一次。只有直接欧洲债券按年付息，也是唯一以年度复利基础计息的债券。

几乎所有在公开市场发行的债券都要经过**标准普尔公司(Standard & Poor's Corporation 或 S & P)**或**穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Services)**评定信用级别。传统的债券发行一般是**投资级别(investment grade)**的一种，即债券评级在 BBB 级(标准普尔公司)以上的债券。低于这个级别的债券就归入垃圾债券，余下的由于筹资方未申请评级而成为无级别债券。在垃圾债券的一级市场形成以前，只有被公众认可的公司才能发行债券，即要求该公司的股票已经在市场上交易了一段时期。这并不意味着所有发行的债券都状况良好。最早的垃圾债券二级市场就充分证明，一些债券较之最初的信用级别，可谓声誉日下。表 3-1 罗列了上面提到的两家主要评级机构对公司债券和市政债券的评定级别。

几乎所有大型投资银行都有承销债券的业务。起先并非如此，但经历了“债券爆炸”之后，大多数银行都认识到，新债券发行市场同发行新股票一样利润丰厚。针对高质量证券的传统信用评级使投资银行的评鉴听证工作更加简单，因为所有进入市场的债券都是或曾是被认可公司的投资级别债券。当然，我们应该注意到，债券的信用等级是随着时间而变化

的。关于债券的基本数学规则将在此用到：信用等级下降会导致价格也下降，调节到新的市场收益率。债券的风险越高，收益也就越高。

表 3-1

公司债券和市政债券的级别 *

级别	内容
	标准普尔公司
AAA	特别强的还本付息能力
AA	很强的还本付息能力
A	强的还本付息能力
BBB	足够的还本付息能力
BB	正在面临重大的不确定性风险可能导致还款能力不足
B	处于不利的条件下可能损害还本付息的能力或愿望
CCC	目前容易导致违约
CC	CCC 级债务的从属级别
C	CCC 级债务的从属级别，破产程序迫在眉睫
D	正发生付款违约
	穆迪公司
Aaa	投资风险的最小级别，利息保证本金安全
Aa	高等还款责任
A	高中等还款责任
Baa	中等还款责任
Ba	存在某些投机因素
B	缺少理想投资的特征
Caa	不好的状况
Ca	高度投机
C	最低评级

* 在每个级别中，标准普尔公司用 a + 或 - 等级来作进一步的区别；而穆迪公司则用数字进行修饰，例如用 1、2、3 来表示从高到低。

特征

公司债券的特征可以总结两种分类方式：一种按其法律地位分类，另一种按其单纯的金融属性分类。一旦债券在证券交易委员会登记并提交募股说明书，它的融资属性就成为法律属性。除了作为债券特性之外，债券的法律属性还可以用来区分债权人的地位。在违约行为发生时，并不是所有的债权人都是平等的。

债券本身可划分为**最优先抵押债券（first mortgage bond）**、**信用债**

券(**debenture**)、**从属信用债券**(**subordinated debenture**),以及**证券化债券**(**securitized bond**),有时也称**资产依托债券**(**asset-backed bond**)。在公司进行清盘时,每种债券都有不同的法律含义。因为担保有差异,它们在市场上会有略微不同的利率。债券的法律地位不仅仅是一种法律遁辞,它将潜在投资者排列于债权人的谱系表中:在发生破产清理时,那些持有最高级别债券的投资者将首先获得补偿。

按传统的说法,公司最高级别的债权人是持有最优先抵押债券的持有者。公司用特定资产担保该种债券,而一旦发生清盘,这些资产必须被出售以偿还债券持有者。然而,过去15年的发展使这个债券概念更加模糊。传统上,最优先抵押债券由公司的房地产作为担保。那些由金融资产作担保的债券归入另一类,称作资产抵押债券。它与最优先抵押债券遵循同样的规则,只有用金融资产作质押品的质押情形除外,例如由借款人保存的抵押品或者某些贷款。这种工具在一些银行间非常流行,这些银行将自己的高质量贷款作为债券融资的质押品。

信用债券是一种仅凭发行人的全部信誉和信用而无任何特定资产作担保的无担保公司债券。高信用等级的公司常发行这种债券,以避免资产抵押债券和抵押担保债券的诸多法律成本。信用债券是债券市场上最为广泛使用的工具。从书面定义可以知道,它比同样无担保的从属信用债券更高级。当公司发行清盘时,信用债券持有者先于从属信用债券持有者得到补偿。

证券化债券实际上是一种资产抵押债券。借款公司将其不可变现的资产作为债券的特殊质押品,证券化债券由此得名。**证券化**(**securitization**)也就是指资产抵押债券借以产生的过程。按这种方式借款的金融机构使用的质押品包括:房屋抵押品、汽车贷款、信用卡应收帐款以及国库债券和机构证券的组合。

前面讲过,对同一发行人来说,债券发行类别的不同意味着不同的息票利率。从属信用债券比信用债券和资产抵押债券,应该给原始投资者带来更大的收益。类似的,债券期限的不同也表明不同的利率。离到期日越久的债券,其息票利息也就越高,以弥补投资者的时间风险。马上可以看到,债券发行者为避免高息票利率,可以加上某些在债券发行后扩大重新筹资灵活度的条款。

在债券市场上,按到期日区分债券是很普遍的,但有时缺少某种精确的语言表达。**债券**(**bond**)应该指期限大于一年的证券,但实际上"债券"一词常被人们用来特指期限大于10年的证券。在这种意义上,期限较短

的证券有时被称作**票据**(note),当然这也不是所有的情况。近来,随着**中期票据**(medium-term note)的一级市场的出现,票据又有了一层新的含义。如字面所示,这种债券的期限处于中间水平。它们与其他债券相区别的特征是承销费用:这种债券的费用结构低于全额承销的长期债券。

公司债券与市场债券或机构债券的金融属性是不同的。公司债券最常见的一个附加属性就是**早赎条款**(call feature),这个条款使公司可以在票面最后到期日之前赎回其债券,然后如果需要那么可以按照新的息票利率再次发行债券。这种情况一般利率下降时出现,新发行债券可以在特别低的息票利率水平上出售。赎回价格是在平价的基础上增加溢价,从而对投资人有所补偿。早赎条款的赎回价格和生效日期注明在发行新债券必备的募股说明书上[①]。

另一个提早赎回的方法是,给债券附加一个偿债基金。偿债基金每年动用一次,从而在债券票面到期日真正到来时,极少还有未清偿的债券。真正的清偿方法是各不相同的。**附有偿债基金的债券**(attaching asinker fund)每年按约定的数量强制抽出并清偿部分债券,清偿的时间安排在融资说明书上有说明。应清偿的债券由计算机按照债券的序列号码随机成批抽出,并通常按票面平价赎回。无论债券的现行市价如何,赎回必须执行。

同一主题的另一款债券是附有购买基金的债券。这种技巧允许借款人在公开市场购买债券以满足偿债基金的功能。如果债券在市场上以低于平价的贴现价格交易,借款人则可以省下一大笔费用。如果市场交易价格溢于平价,借款人则宁愿执行偿债基金条款,强制按票面价值回购债券。在任何一种情况下,债券的清偿都必须坚定不移。在附有偿债基金条款的案例中,通常债券借款人的信用等级较低。偿债基金的运作使投资者确信,资金正被用于清偿他们的债权,消除了他们对违约风险的部分恐惧。然而,大多数借款人不愿使用偿债基金,除非严格的合同或其他硬性条例强制要求这么做。

与早赎条款相反的是**早兑条款**(put feature),在新发行债券中非常罕见。这一条款允许投资者可以在特定的时间按票面价值将债券兑还给发行人。因此,如果利率上涨,投资者可提早兑现债券,而不是在市场上

---

① 升水的早赎价格改变了债券收益率的计算方法。举例来说,10 年期的息票利率为 8%新债券以平价发售,投资者的收益率是 8%。然而,如果债券在第 3 年以 104 的价位提前赎回,到期收益率必须以 $ 1,040 的清偿价位重新计算,计算出的早赎收益率比原先要高一些。这种计算称作"**早赎收益率**"(yield to call)。

以亏损的价格出售。早兑条款对借款人是件麻烦事，因为借款人从来没办法预计投资者何时会执行这项权力。一般在新债券滞销时，才会附加早兑条款。设计这项市场工具的目的在于吸引那些对新债券购买欲淡薄的投资者。

帮助公司操纵债券息票利率的另一个巧妙方法是附加一项**延期期权(extendable option)**。假设债券的到期期限是 15 年，发行人不愿按现行的 15 年息票利率支付，而是决定附加延期期权条款。例如，每隔 3 年，公司使用 3 年期定价机制，重新设置一次息票利率，而不是一直使用原先 15 年的固定利率。这使得债券钉住适当的 3 年利率，同时从利率的下调中获得好处。如果利率上扬，重新计算息票利率的结果无法接受，借款人有权决定债券不再延期 3 年，而是在下一个可能的赎回日购回债券。如果债券不想按最初的设想保留 15 年，延期期权也可以视作一种回旋余地。

这些金融工具名目繁多的称呼无非是吸引投资者的营销手段。很多时候，有类似特征的债券有着完全不同的名称，但所遵循的原则一般不会偏离最初原型太远。

特点不同的债券名目各异，如可早赎债券或可早兑债券等。没有可提前赎回性质的债券叫作**一次还本债券，或直接债券(straight issue)**。一般地，10 年以上的债券会附有早赎条款，除非它们起初是在利率极低时出售的，借款人及其投资银行认为利率几乎不可能再低了。但诸多债券的共同特征仍是固定的息票利率、明确的到期日或赎回日。

另一个主题的两种债券分支在市场上出现较晚，尽管其中之一有特别的历史渊源。拥有可变或可调整息票的债券称作**浮动利率票据(floating-rate note)**。它们钉住一个特定的参考利率，一般是货币市场的某种利率，一般每年 2～4 次定期调整利率，在参考利率之上加上固定的利差。因此，短期利率上升，就牵动该债券的利率上升。这些工具在欧洲市场上广为使用，在 80 年代早期，当美国废除利率上限时，它们被引入美国。最常用的参考利率是**伦敦银行同业拆放利率(the London Interbank Offered Rate 或 LIBOR)**，通常为 3 个月或 6 个月的欧洲美元制定。

另一个分支是**永久债券(perpetual bond)**，它没有固定的赎回日期。这种债券得名于 19 世纪早期发行、至今现存仍无赎回日期的英国政府债券。在 90 年代，商业银行开始主要在欧洲债券市场发行永久或无期限的浮动利率债券。虽然这种想法颇具新意，但是早赎条款仍旧附加在这些

债券上,这样如果市场条件改善,借款人就能在一个特别的宽限期后赎回这些债券,重新安排融资。

还有一种更为流行的债券是可转换债券。习惯上,这种债券在一定的宽限期后可以由定息债券转换成公司普通股。转换价格比发行债券时的股票价格高,被称作**转换溢价**(conversion premium)。投资者预测,股票价格将会在溢价转换时上升,这样他们就可以按低成本价转换债券,从而牟取利润。借款人的好处在于可转换债券的价格水平低于常见的直接债券。因此,通过给投资者增加资本盈利的机会,公司同时也能节省利息费用。

可转换债券也有其他形式,如债券转换成商品或其他形式的债券,但是债券转换成普通股是最常见的。投资银行的技巧在转换债券定价方面特别重要,因为新发行期间的必要计算对投资者的接受程度十分关键。转换溢价和债券利息的结合必须比例适当,这样才能保障借款人和投资者的共同利益。

80年代的主要创新之一是**零息债券**(zero-coupon bond)的发明。因为这种债券没有任何息票利息,在严格意义上无法将它归入债券一类。实际上,它是一种长期债务工具,以低于票面平价的贴现价格出售,到期日时再以平价收回。当债券到期时,如果债券没有在到期日前出售,投资者则可以将原先的差价看作一次性支付的收益。当零息债券票征税时,它们的收益与其他债券的收益就不同了,因为报价中的收益率(低于平价的贴现率)对于投资人来说是一种实在的收益,因为投资者不仅知道当前买入的市价,也知道到期日的赎回价。

从问题的另一方面来说,大多数零息债券不是新发行的原始零息债券。它们常常是息票与本金拆分的息票债券,投资银行家由此创造了两种单独的工具。息票部分出售给追求**"收入流量"**(income flow)的投资者,而本金,或真正的零息债券出售给那些寻求收益在将来某时一次性支付的投资者。投资银行操纵拆分债券本息的程序,但这丝毫不会影响发行人对于债券本身的态度和行为。

一种原始发行的零息债券类型是**流动收益期权票据**(liquid yield option note 或 LYON)。这种债券没有息票,但是附加可转换属性,允许投资者将其转换成公司普通股。它也允许投资者在特定时期执行早兑条款,以特定价格返售给公司。80年代这种债券非常流行,那时股市兴旺,投资者偏爱附带早兑条款的可转换债券。但是,主要的不利之处是各种会计上的问题,因为公司不得不准备应付投资者行使各种选择权时的

紧急情况。

对于**原始发行贴现债券**(**original-issue discount bond**)的借款人来说,这一种类包括以低于平价的贴现价格发行的零息债券和息票债券,而最大吸引力就在于贴现方面的税收优势,这与全额息票债券的情况异曲同工。原始零息债券的发行人在固定收益基础上按债券到期的年头分摊贴现金额,将这些数目扣减,视作利息已付清。因此,原始发行零息债券具有税收上的优势,但不可否认它不如传统息票债券灵活,后者可以任意选择是否由投资银行拆分出售。

垃圾债券是一种颇为流行的原始发行贴现债券,有时被称为高收益债券。如前所述,垃圾债券代表低信用等级公司的低还债能力,这些公司的现金流量不如高信用等级的公司可靠。既然垃圾债券代表投资者的一种投机性投资,投资者期求比通常情况更高的利益,它们对于发行人的吸引力是相当大的。更重要的是,垃圾公司将与国库债券到期日相同的息票附在债券上。为了创造高收益,垃圾公司以贴现价格出售债券,这样投资者的原始到期收益率就符合了对称它们信用等级的违约风险溢价。举例说,面额利率 8%、10 年期的垃圾债券将收益率定在 13%,就必须以很大的折扣价格出售,才能达到预期的收益率①。

垃圾债券在债券领域形成了自己独特的一级市场和二级市场。当在 80 年代垃圾债券以自己的力量发展成为一个新的债券市场时,信用低于投资级别的借款人在正规公司债券市场不能筹集长期资金的历史成为过去。投资银行在一级市场的利益部分是由垃圾债券的费用结构提供,在很多情况下这个费用两倍于主流公司债券市场上的高质量债券②。虽然垃圾债券在过去 10 年间获得了更多的承认,但仍然区别于仅限投资级别债券的主流公司债券市场。除了谈过的垃圾债券和其他类型的债券,还有其他混合工具,它们跨越了公司和机构债券两大领域。这些工具将在以下部分中谈到。

新发行市场

自从 1983 年的暂搁注册实行以来,如第一章所提到的,它既影响了股票的一级市场,又影响了公司债券的一级市场。随着人们对公司债务

---

① 具体地说,这种债券将以 72.50%的贴现价格出售,运用到期收益率公式,可以计算出所需要的 13%收益率。

② 参见 Edward I. Altman, "The High Yield Debt Market," in The Investment Banking Handbook, ed. J. Peter Williamson(New York: John Wiley & Sons, 1988)。

兴趣的增长和利率反复无常的变化,对 80 年代的公司借款人来说,寻找一条通往一级市场的捷径至关重要。如果说投资银行反应迟钝的话,415 条款迅速成为借款人的新宠,因为这一规则让借款人享尽市场的天时地利。

暂搁注册允许公司先于新证券发行之前向证券交易委员会提交财务报表文件,不必急急火火地赶在证券出售前动手。当市场条件有利的时候,现有的资料可以及时更新,注册马上生效,从而以最快的时间达到注册生效期。当这些情况发生时,公司已经选择好投资银行或银行。至于选择投资银行的依据是以往的老关系,还是从所有竞争者中挑选最有利的方案,在这里并不十分重要,而实际的选择可能是二者的结合①。

依照 1939 年《信托契约法》(the Trust Indenture Act of 1939),公司必须在证券交易委员会处注册债券本身的契约。这部分的注册程序仅适用于公开发行的债券。法案要求发行债券的受托人注明身份,特别要求公司和受托人向投资人宣布他们的义务,但私募安排不需要遵循这个程序。

当市场条件有利时,公司就会同它的投资银行家一起坐下来,共同商讨一个适合其总体资本成本的方案,如果公司借款的目的是用于某个资本投资计划,那么筹资成本就必须低于投资项目的预期收益。另一方面,如果公司借款的目的是用于一项金融工程计划,其选择的时机和成本可能与购买长期有形资产略有差异。无论如何,债券的设计同等重要,离不开投资银行的建议。

投资银行费用在此基础上确定。通常,费用不像想象中那样有讨价还价的余地,因为高质量借款人的债券费用大致相当,借款人都知道这一点。只要费用达成一致,债券本身也就设计好了,刚才讨论过的各种属性在其中会有所表现。然后,作为新发行的债券,就正式在证券交易委员会登记。如果提交证券交易委员会的文件已经滞后,就补交近期的财务报表。一旦注册生效,债券就成为一级债券或新发行债券,进入辛迪加阶段。

在这一阶段,不管名义金额有多大,牵头经理人都将承诺整个交易。这就是通常所称的**包销(firm commitment)**。在 415 条款颁布以前,一般情况下接着就是组织辛迪加,而后辛迪加对借款人作出承诺,但在新方

① 关于客户为什么要么选择一组核心投资银行,要么只选择一家主办投资银行以及他怎么选择的讨论,请参见 Robert G. Eccles and Dwight Crane, Doing Deals: Investment Banks at Work (Boston: Harvard Business School Press, 1988),第四章。

式下，程序大大缩短，牵头经理人可能没有时间组织辛迪加。牵头经理人单独做这件事情，或者在其他经理人紧随协助之下，这种交易称作**“包销业务”(bought deal)**。经理人从借款人处买断交易，然后再来组织辛迪加。

称“买断交易”有点用词不当，因为大多数交易被投资银行购买后，马上就分销给投资人。在这种情况下，这个术语指的是辛迪加的形成过程：投资银行在辛迪加形成前就已经作出了付款承诺，这样从理论上说：即使没有其他承销和分销伙伴参与，牵头经理人已经收购了全部金额的债券。实际上，牵头经理人知道如何组建发行辛迪加，也知道该邀请哪些投资银行加入交易。在牵头经理人组建辛迪加之后，辛迪加的新成员们开始与牵头经理人一道出售债券，这时的牵头经理人也称作**簿记员(bookrunner)**。它们一起在市场上合作，直到新债券销售完毕。

辛迪加的概念可以从两个不同的方面来阐述。一方面，它可以被看成投资银行的证券销售网络，证券以标准的价格向大范围的投资人发售，在债券发售时投资人大多是机构客户。另一方面，它是缓和风险的举措：牵头经理人不想承担销售全部债券给投资人的风险。如果市场状况突然改变，如信贷市场利率突然出人意料地上扬而导致债券价格下跌，牵头经理人就可能面临巨大损失。为了消除这种潜在的损失，其他投资银行也应邀加入交易。大多数的交易是这两方面的综合反映。无论市场显得如何风平浪静，辛迪加的网络优势都可以在交易出轨时化解难于预料的损失。

债券的定价对筹资人和辛迪加来说都是十分重要的，因为它最终决定了债券发行的成败与否。在债券市场上，定价意味着决定投资人的**认购收益率(offering yield)**。有许多方案可供筹资人和投资银行选择。发行的债券可以附加特定息票而以平价发售，也可以在可比期限国债的利率基础上浮一定的利差，或者可以在某个特定的债券利率水平上溢价或贴现发售，以此反映出强劲或偏弱的市场状况。以上选择方案或多或少地都得以应用，但最常见的是在国债基础上浮固定利差的一种，这被称作**固定价格再认购(fixed-price reoffering)**。牵头经理人在国债基础上附加一个违约风险差价，以此保证债券市场在发行准备就绪时，不受国债市场干扰而保持稳定。知晓认购内情的的投资人将会得到保证，无论国库券市场出现何种情况，该债券的利差都不会受到影响。

这种方法之所以流行，是因为过去经理人常在国债市场表现强劲时改变新发行债券的某些条款，当国债价格坚挺时降低首次息票的利息或

认购收益率。有时到最后时刻,投资人也不能确定债券的收益率,或是经理人是否会在最后时刻改变条款。但是,固定价格再认购减少了这种不确定性。

作为簿记员的牵头经理人负责将债券实际分配给辛迪加成员。承销商可能被要求认购100万美元名义金额,结果可能到手的金额不到它所期望的100万美元。承销商如果认为合适,会把债券分配给其他承销商。如果某个承销商已经出售了100万美元,却未到手分配到的份额,就必须从其他辛迪加成员那里购买债券以满足顾客的需求。如果簿记员以这种方式分配给承销商少于预期的份额,一些辛迪加成员就成为债券空头,这意味着他们出售的债券超过了他们事实上到手的金额。这种情况下,为了弥补头寸就得随即购买一些债券,这样债券的市场价格就抬高了。这种策略在一级市场阶段有助于稳定债券价格。交易越抢手,承销商得到全额债券的可能性就越小。同样的技巧在滞销或畅销的债券发行中都适用。牵头经理人必须相当精通市场行情,这样才能判断这种策略会给新发行债券的价格带来什么结果。

也许有人认为,一级公司债券市场的包销交易不如新股票发行的风险性大,但是这种固定收入工具的发行领域确也出现过重大损失的案例。可能最有名的是1979年10月以辛迪加形式发行的国际商用机器公司(IBM)新债券,当时美联储发表了货币政策的新动向,此政策允许短期利率上调,企图以此缩减货币基础达到削减银行贷款的目的。结果,债券价格陡然下跌,国际商用机器公司的帐面债券发行一败涂地,证券承销商根本无法售出分配的份额。虽然这件事情发生在415条款生效之前,但是债券价格的风险性证明经理人和承销商在新利率环境下承担着相当大的风险。在415条款缩短了有效注册期后,承销商们特别是牵头经理人,发现他们又承担了市场上新发行债券的附加风险,因为往往他们的承诺需要事先起作用,而无法享受到组建辛迪加的全部利益保障。

接着,担任簿记员的牵头经理人解散辛迪加。在这种情况下,承销商支付分配份额的债券款项,这样债券本身技术性地成为二级债券,这意味着债券不可以再从承销商那里购买,而是必须由场外交易市场的市场庄家进行交易。

从技术上说,一级市场阶段从证券交易委员会的第二次注册起,到辛迪加解散和辛迪加成员支付款项止。那以后,债券在二级市场上交易。然而投资银行仍然在起作用,但并不是所有的辛迪加成员都能以市场庄家的身份进行债券交易。因为不是所有的辛迪加成员,无论是经理人还

是普通承销商，都具备同样的交易能力。那些从事债券交易的承销商清楚地知道，公司和市场都期待形成一个有效的交易市场。

二级市场

为了新发行债券的正确估价和交易，新公司债券需要一个二级市场。价格将在场外市场（通过电话）由特定的市场庄家决定，他们自我指定担任债券的做价人。庄家可能就是牵头经理人、经理人其中之一或者交易的某个承销商。他们的最初动机是建立一个可以从中获利的市场。

市场流动不畅的债券会造成风险，因为二级市场的条件可能影响紧随上市的新债券。市场流动能力的疲弱使投资者却步——流动畅通的市场条件就不会出现这种情况。新债券的顺利交易对发行人来说事关切身利益，如果投资者因为潜在的流动性担心而不敢购买某支定价适中的债券，那么发行人未来的资金成本肯定会受到影响。这样，一些辛迪加成员会积极参与债券交易，尽管没有人要求他们必须这么做。

零售投资者经常在报纸上查阅公司债券的价格，结果发现只有最近发行的债券列在上面，或者纽约股票交易所挂牌债券的价格根本不合适。原因很简单。纽约股票交易所的债券报价只不过是针对零售投资者的零批交易报价，买入与卖出之间的差价拉得很大。公司债券的真正市场是交易商与公众之间的场外交易市场，大多数的报价和交易价格出现在**"黄色行情单"(yellow sheet)**，或每日的电脑系统报价栏上。

80年代中晚期新开发的利率掉期交易与公司债券市场技术性地结合在一起。由于这一市场属于衍生产品范畴，我们把它放在第五章讨论。欧洲美元债券市场，作为国内公司债券市场的延伸，将在本章的单独一节讨论。这一市场实际上是公司债券、扬基债券和市政债券市场的大杂烩。

扬基债券市场是公司债券市场中专为国外美元借款人保留的领域。它被视作公司债券市场的一部分，因为国外借款人，不论其性质是公司还是政府，都必须在证券交易委员会登记债券发行，这一点同国内公司债券发行人一样。这一特殊要求自1933年《证券法》后生效，目的在于避免重蹈20年代的泛滥局面，当时扬基债券灼手可热。在1929年暴跌之后，许多国外借款人，特别是拉丁美洲和中欧的借款人无力偿付，说明投资银行先前很成功地掩盖了他们的真实财务状况。

除借款人的性质外，扬基债券与国内公司债券没有什么不同。即使在国内市场的国外筹资者领域，扬基债券对国内债券的属性和承销，包括费用，亦步亦趋。国外公司或政府筹措的资金可能用于美国市场，或借款

人选中的出口物资。但并不存在对筹资用途的限制。

与国内债券的唯一不同之处在于债券的税收问题上。扬基债券的利息对国外持有人免收证券持有税。这一免税政策保留了很多年,以至于扬基债券一度成为国外投资者在美国唯一不必缴纳持有税的债券。在这一方面,扬基债券更接近于欧洲债券,而不是国内公司债券。这个领域的传统筹资者包括北欧的某些政府和公司,以及有选择的拉丁美洲借款人和国际机构。

欧洲债券

国内债券通常紧紧扣住各自的名称,但欧洲债券却是一个大杂烩,勉强聚合在国际债券这个总称之下。国际债券总称还包括国内市场的国外债券部分,像纽约市场的扬基债券、英国市场的**猛犬债券(bulldog bond)**、东京市场的**武士债券(Samurai bond)**和西班牙的**斗牛士债券(toreador bond)**等。这些债券都是为国外公司或政府筹措国内资金,必须遵守各自国家的管制。

第一章已经讲到,欧洲债券市场与其他国外债券市场不大一样。新发行债券的辛迪加阶段以及二级市场都在伦敦。但因为多数债券的标值货币不是英镑,所以英国的税收和证券管制一直不适用于这一市场。在这个意义上,欧洲债券市场是一个无国籍市场,而没有任何借款人和标值货币的本土联系。

因为欧洲债券市场不需要任何注册或排队程序,所以这一市场是借款人相对迅捷的资金来源。既然它包容了众多坚挺货币的交易,它从而能够潜在货币的大幅选择余地和比国内市场多的债券品种,也正是因此它偶尔受到货币投机的冲击。寻找美元或马克的借款人一旦等到有利时机就会快速出击。债券的品种同样需要与市场条件协调一致。当市场条件对浮动利率票据有利时,借款人就毫不迟疑地选择在参考利率基础上浮利差的筹资形式,此时此刻这是最省钱的方式。表 3-2 列出了欧洲市场主要债券品种的一级市场活动。

根据债券品种和标值货币不同,欧洲债券的费用结构也各不相同。通常,就同种债券而言,欧洲市场的费用结构低于国内市场。虽不能说是全部,起码大多数的欧洲债券工具在 80 年代中晚期都在国内市场找到了对应的品种。直接美元债券的承销费用与美国国内市场的价格几乎一样。而在早些时候的欧洲市场,费用结构要更低一些。马克和其他欧洲

货币债券的情形也差不多。

表 3-2

欧洲债券一级市场的活动 1989－1992

单位：百万美元等值货币

年份	直接债券	浮动利率票据	其他债券	总额
1989	$ 154.6	$ 17.8	$ 83.3	$ 255.7
1990	158.9	37.1	33.9	229.9
1991	234.1	17.1	46.4	297.6
1992	198.0	34.7	16.0	248.7

资料来源：经济合作与发展组织，《金融市场趋势》1993 年 10 月。

80 年代中期，中期欧洲票据市场蓬勃发展起来，这种债券的期限是 5～7年，借款人是经常性的，费用比传统债券低。美国出现了同样的现象，票据市场几乎同步地发展起来。80 年代中期以后，包销交易变得流行，415 条款的影响波及欧洲债券市场。逆向的影响曾在第一章里探讨过，当时欧洲债券市场的许多技巧也被引进了美国。当国内市场盛行包销方式时，欧洲债券市场发行美元债券的上策也只能是亦步亦趋。

另一个传导给欧洲债券市场的方式是固定价格再认购，这种方式是以同期美国国债利率为依据，上浮固定的利差，从而确定一个收益价格。这些国内承销技术帮助欧洲美元债券市场与美国国内市场保持一致，这个离岸市场上过去的某些高收益率情况不见了。在 80 年代，这一合并过程更有效地将两个市场合二为一，其影响超过了欧洲债券市场短暂历史中的任何其他事件或技术。

欧洲债券的借款人包罗了各个筹资方向，不仅仅是公司借款。借款人同样包括了政府、国际机构、各国市政部门和政府担保企业。许多借款人筹措的资金并不是他们本国的货币，目的在于用掉期交易降低资金的成本，或者试验那些在他们国内市场禁止操作的融资技巧。欧洲市场为借款人提供了众多可选择的货币品种，这势必将各国货币的优势融为一炉，又逃脱了各自国家的管制。

只要投资银行和借款人就债券的条款和属性达成一致，新欧洲债券上市的技术工作就完成了。既然没有证券交易委员会的管制，也没有什么评鉴听证程序，债券上市当然是畅通无阻了。欧洲市场上市速度的迅捷直接导致证券交易委员会取消 20 天的申请禁止期，代之以暂搁注册程序，以此使国内市场更有效地与欧洲债券市场竞争。

欧洲债券市场的初步募股书和募股说明书都比美国国内市场的材料简短一些。在许多情况下,一经灰色市场得知成交条款,债券就迅速投入交易。所谓灰色市场,即某些专门交易商操作新上市、但尚未交割的债券的市场,有些像**发行后交割国债市场("when-issued"Treasury market)**(后面将详细描述)。牵头经理人有时使用灰色市场来稳定债券的价格,当可能在发行结束后才发现很难找到足够的债券完成交割。

在1984年以前,多数欧洲债券的美国发行人通过自己在荷属安第列斯群岛的融资分支机构发行债券,以享受这个荷属殖民地的优惠税收政策。1984年这种税收优惠政策取消后,美国公司不得不直接通过美国母公司发行债券,再也没有税收天堂的庇护。但是,支付欧洲债券利息的机构仍然坐落在这些税收天堂,那里对支付给外国人的利息不征税。卢森堡仍旧是那些热衷于吸引利息支付代理业务的银行的最佳办公场所。

市政债券

背景

总的说来,市政债券市场是美国最古老的债券市场。在19世纪,市政债券是投资者最常购买的债券,甚至在外国投资者中间也很流行。起初,他们代表市政府,偶尔也有州政府的借款活动,但时至今日,市政债券的借款实体从当地政府、县政府、工程项目、州政府,一直到州内和州际的各种机构,范围广泛。

如果某个实体符合市政债券的借款人标准,那它必须是联邦级别以下的政府实体。从原意上讲,市政债券属于州政府级别以下的机构,但广义的概念包括了州政府本身,突破了先前的级别限制。关于市政债券发行的规定是州一级的立法,而不是联邦立法。市政债券免于证券法案规定的注册程序,当然多数的州立法仍旧要求发布募股说明书。在所有债券品种中,市政债券的在外发行数额近年来大幅增加,目前余额约为1兆美元。关于近期主要债券品种的未清偿数额的增长情况可以在表3-3中看到。

1986年生效的立法深刻地影响了整个市场。在1986年《税收改革法》通过以前,一些公司债券混在市政收益债券中得以发行。比较著名的如**工业收益债券(industrial revenue bond)**,市政府以一种或几种公司

表 3-3

美国的未清偿债券数额 1989—1993

单位:10 亿美元

债券品种	1989	1990	1991	1992	1993 *
国库债券	$ 2227	$ 2465	$ 2758	$ 3062	$ 3181
市政债券	1004	1062	1132	1197	1224
公司债券与扬基债券	1564	1674	1823	1966	2056
抵押债券	897	1020	1157	1272	1301

* 截止 1993 年 10 月。
资料来源:《联邦储备公报》,1993 年 12 月。

担保发行这种债券。这种债券深受承销商的欢迎,因为它的费用结构可以协商;投资者也欢迎这种债券,因为他们是相对安全的投资。但是,《税收改革法》识破了这种假冒市政债券,并重新定义了市政债券,这么做是出于税收目的。在 1986 年 8 月 15 日之后,市政债券被定义为公众目的的筹资,债券发行人必须是毫无争议的市政下属机构。另一些债券,包括工业收益债券,被定义为私人活动债券并被课以税收。某些项目,像住宅工程处和高等教育用途的债券仍然列入市政债券的范畴,但募集严格限于他们本来的用途。法案实施的结果,只有公众用途的债券才是真正意义的市政债券。当《税收改革法》生效后,工业收益债券受到极大的价格压力,虽然只有新发行债券才需要接受法案的监管,但许多已发行债券的价格都跌至可比公司债券的水平,已经不能与市政债券的价位相提并论。

市政债券最著名的一般属性是联邦所得税的免税特权。免税特权始于 19 世纪州政府的权利和联邦政府无权向州政府课税的争论。同样,州政府也无权向支付给本州市政所辖居民的利息课税。在这种情况下,市政债券被称为双重免税,即使假定州政府有自己的所得税系统。本州某城的居民购买本市市政债券也是免税的,即使假定本市有自己的所得税系统,这样市政债券实际是三重免税的。后面会讲到,这一特征使得市政债券市场有一点省内化的趋势,因为借款人和投资者往往都来自本州之内。

市政债券利息的免税特权使其变得与众不同。借款人的资金成本一般比同期限同信用级的公司债券有所降低。虽然这一市场的特征就是较

低的收益率,但信用评级问题依然十分重要,因为许多借款人都是小型或功能狭窄的实体。结果,市政债券市场长期以来设计了自己独特和新颖的融资技巧,仅仅到最近某些技巧才被传到其他债券市场领域。

特征

本章描述的许多公司债券特征在市政债券领域也有广泛的应用。与期限固定息票利率固定的公司债券一样,附加早赎条款是常见的。其他不常见的公司债券属性,如附加早兑条款(允许投资者以特定的价格将债券回售给借款人)、永久债券(没有到期日的债券)、以及延期期权或可撤回债券(期限可缩短也可延长的债券)都没有应用到市政债券领域。相反地,市政债券有自己长期以来发展的特殊属性,例如可以改变表面的期限或为债券提供进一步的担保。

市政债券分成两大类:**一般债务债券(general obligation bond)**和**收益债券(revenue bond)**。一般债务债券承诺以借款市政当局的税收收益,也就是市政当局的主要收益来源偿付。收益债券由市政项目的特定收益支持。一般债务债券的典型例子就是州政府或市政府自己发行的债券。而收益债券则包括高速公路工程、桥梁隧道工程或医疗设施的债务。虽然所有的市政债券划分成两类,但仅就收益债券而言,种类数量就不可胜数。

市政债券的一个显著属性将它与公司债券截然不同地区分开——那就是他们可以成为**序列债券(serial bond)**。这个属性有两个用途:它满足了投资者的利益,同时帮助筹资的市政机构清偿现存债券。虽然市政债券是政府债券的一种,公众融资的某些问题仍然会强烈地反映在市政债券领域。类似人口迁移这样的人口统计问题、市政税收恶化、以及环境问题都会造成市政债券的风险,使市政债券的风险甚至大于公司债券。出于这一原因,序列债券属性就与市政债券紧密相连了。

序列债券实际上是一种拥有不同到期日的债券。到期日的日程表印在债券募集说明书上,以便于投资者找到接近他们需要的到期日序号。不同期限债券的利率各不相同,整个发行的利率并不一致。不论是短期、中期还是长期,不同的利率各自对应不同期限的债券序列。在这种方式下,发行人尽可能地迎合更多投资者的偏好。

单一息票利率和单一到期日的市政债券被称作**定期债券(term bond)**。通常,定期债券是市政债券中最常见的品种。一些新发行的市政债券融合了序列债券和定期债券的特征,这称作**分拆发售(split offer-**

图 3-1

市政换新债券

NEW ISSUE-BOOK ENTRY ONLY

In the opinion of Bond Counsel, assuming continuing compliance by the Supply System with its covenants relating to certain requirements contained in the Internal Revenue Code of 1986, interest on the Series 1992A Bonds is not includable in the gross income of the owners thereof for Federal income tax purposes under existing statutes and court decisions, and interest on the Series 1992A Bonds is not an "item of tax preference" for purposes of the Federal individual or corporate alternative minimum taxes or the Federal corporate environmental tax. See "TAX EXEMPTION" herein for a discussion of certain Federal taxes applicable to corporate Bondholders.

$644,298,860.35

Washington Public Power Supply System

$282,405,000 Nuclear Project No. 1 Refunding Revenue Bonds, Series 1992A
$347,393,860.35 Nuclear Project No. 2 Refunding Revenue Bonds, Series 1992A
$14,500,000 Nuclear Project No. 3 Refunding Revenue Bonds, Series 1992A

Dated: September 1, 1992 **Due: July 1, as shown on the inside cover**

Compound Interest Bonds dated the date of delivery

The Series 1992A Bonds are being issued for the purpose of refunding bonds heretofore issued by the Supply System in connection with Project 1, Project 2 and Project 3, as more fully described herein. The Series 1992A Bonds will be issued in fully registered form, registered in the name of Cede & Co., as registered owner and nominee for The Depository Trust Company, New York, New York ("DTC"). DTC will act as securities depository for the Series 1992A Bonds. Individual purchases will be made in book-entry form, in denominations (or, in the case of Compound Interest Bonds, maturity payment amounts) of $5,000 and integral multiples thereof. So long as Cede & Co. is the registered owner of the Series 1992A Bonds and nominee of DTC, references herein to holders or registered owners shall mean Cede & Co. and shall not mean the beneficial owners of the Series 1992A Bonds. See "THE SERIES 1992A BONDS — Book-Entry Only System." Principal of the Project 1 1992A Bonds is payable at the principal office of Morgan Guaranty Trust Company of New York, New York, New York, as Bond Fund Trustee and Paying Agent for the Project 1 1992A Bonds, principal of the Project 2 1992A Bonds and interest on the Compound Interest Bonds is payable at the principal office of Continental Bank, National Association, Chicago, Illinois, as Bond Fund Trustee and Paying Agent for the Project 2 1992A Bonds and principal of the Project 3 1992A Bonds is payable at the principal office of Seattle-First National Bank, Seattle, Washington, as Bond Fund Trustee and Paying Agent for the Project 3 1992A Bonds. Interest on the Series 1992A Bonds (other than the Compound Interest Bonds) is payable semiannually on January 1 and July 1 of each year, commencing January 1, 1993, by check or draft of the Bond Fund Trustee, as set forth herein or, under the circumstances described herein, by wire transfer to the registered owner. Interest on the Compound Interest Bonds is compounded semiannually on January 1 and July 1 of each year, commencing January 1, 1993, payable only at maturity. As long as Cede & Co. is the registered owner as nominee of DTC, payments on the Series 1992A Bonds will be made to such registered owner, and disbursement of such payments will be the responsibility of DTC and DTC participants as described herein. *The Series 1992A Bonds are subject to redemption prior to maturity as set forth herein.*

The Series 1992A Bonds are special revenue obligations of the Supply System, payable solely from the sources described herein, including amounts derived pursuant to Net Billing Agreements with the United States of America, Department of Energy, acting by and through the Administrator of the

Bonneville Power Administration

from net billing credits and from cash payments from the Bonneville Fund, as described herein. Bonneville's obligations under the Net Billing Agreements are not general obligations of the United States of America and are not secured by the full faith and credit of the United States of America. The Series 1992A Bonds do not constitute an obligation of the State of Washington or of any political subdivision thereof, other than the Supply System. The Supply System has no taxing power.

The Series 1992A Bonds are offered when, as, and if issued and received by the Underwriters, subject to the approval of legality by Willkie Farr & Gallagher, New York, New York, Bond Counsel to the Supply System, and to certain other conditions. Certain legal matters will be passed upon for the Supply System by its Chief Counsel and for Bonneville by its General Counsel and by its Special Counsel, Orrick, Herrington & Sutcliffe, New York, New York. Certain legal matters will be passed upon for the Underwriters by Mudge Rose Guthrie Alexander & Ferdon, New York, New York, Counsel to the Underwriters. It is expected that the Series 1992A Bonds in definitive form will be available for delivery to DTC in New York, New York, on or about October 8, 1992.

The First Boston Corporation

BT Securities Corporation

Goldman, Sachs & Co.

Smith Barney, Harris Upham & Co.
Incorporated

Bear, Stearns & Co. Inc. **Grigsby Brandford & Co., Inc.** **WR Lazard, Laidlaw & Mead Incorporated** **John Nuveen & Co. Incorporated**

PaineWebber Incorporated **Seattle-Northwest Securities Corporation** **Dean Witter Reynolds Inc.**

October 2, 1992

ing)。序列债券消除了投资者的一个主要恐惧,使他们不再担心本金在最后到期日得不到偿还。借款人不必为筹措一整笔巨额还款资金而大伤脑筋,日程表上的还款日期是交错的。对**换新债券(refunding issue)**而言也是相同的情况,虽然消除投资者的疑虑并不是借款人的主要目标。所谓换新债券的目的是清偿以前发行的债券。过去,一部分债券发行收入用于购买国债,目的就是为了清偿部分或全部市政债券。图 3-1 是换新债券的一个例子。

市政债券的一个最新发展是**参与凭证(participation certificate)**,这是一种通过特定市政项目偿付利息和本金的收益债券。在所有的收益债券中,这类债券的成功取决于当地市政项目产生的生命力和收益。但是这种债券通常服从于当地的政治压力,因为许多市政项目需要定期地投票重复确认。即使市政项目已经开工,但如果投票人反对工程继续进行,那么参与凭证的前景也就大为不妙了。

新发行市场

在债券市场的四个主要领域内,除了公司债券外,市政债券是唯一部分允许使用传统的协议制度承销发行的债券。市政债券不受证券交易委员会的管制,它遵守本州法规和行业团体指导的标准程序。这些程序覆盖了公司债券新发行过程的所有方面:选择一家投资银行、宣布新债券上市、为新债券定价、组建辛迪加以及操作二级市场交易。两大领域在程序上的不同点大多围绕在辛迪加的组建和承销,以及来自商业银行的附加竞争因素上。

市政债券在决定是否为某个当地项目筹资时所面临的制约因素,与公司债券的影响因素不同。举例说,当公司被债券融资的低成本所吸引时,它可能决定在资本筹措中增加股本融资的份量,以此避免财务杠杆反过来受到影响。在面临同样问题时,市政债券将不得不在某类项目筹资前面对投票人的支持问题,以及州或当地法规的一系列限制。但是既然市政债券用纳税人的钱去支付投资银行费用和偿还债务,他们就有义务在投资银行的承销协议中寻求可能的最佳报价。这是一个竞争投标的过程,称作**竞价投标承销(competitive bid underwriting)**。一般说来,这一程序仅适用于一般债务债券。收益债券仍旧允许借款人和投资银行之间的协议承销。

在投标程序之前,市政借款人通常聘请当地的投资银行或其他机构担任它的金融顾问。一般情况下,聘请的顾问是一家区域性的投资银行,

而不是具有全国或国际影响的投资银行，除非该城市规模很大或靠近某个货币中心。当地的顾问帮助设计发行的全部必要材料。如果发行量大到足以支付一流投资银行的费用，借款人及其顾问就会在全国范围内招揽那些有能力组建发行辛迪加的银行的投标，虽然发行本身可能仅仅是当地或区域性的吸引力。最近在投资银行与那些给他们带来市政债券生意的顾问间爆发了利益冲突，因此承销商和顾问们都在反思市政债券行业的发行程序有没有问题。

实际的投标过程由借款人所在州的法规管制。一旦一般债务借款人决定了某次发行，它就会正式邀请投资银行和商业银行(后者也参与这一市场)的投标。最终签约的必须是最佳报价——指成本最低的报价。报价由牵头经理人代表特意为此成立的辛迪加递交。当某个报价成功地签约时，签约方是整个辛迪加，而不是单独的牵头经理人，这与公司债券一级市场的包销交易不同。所有投标递交后不久，中标的报价就可以知道。一经协议签署，发行活动马上就进入一级市场阶段。公用事业控股公司的债券也需要竞价投标程序，虽然这些债券被划分到公司债券类，而不是市政债券类。

承销辛迪加分成两种。**不分割账户(undivided account)**是最常见的一种辛迪加形式。承销商们负责承销发行的指定部分，如果他们没有完成承销任务，其余的辛迪加成员有义务跟进，将债券分销给任意的承销商。另一种偶尔采用的辛迪加方式称**分割账户(divided account)**。在这种不常用的技巧中，承销商仅仅负责自己的债券份额，不涉及他人的任务。

给市政债券定价的过程可以看出免税特权为借款人节省了一大笔成本。参加竞价的辛迪加差不多都会采用二级市场的可比债券收益率为新发行债券定价，不同之处在于收取费用的细微差异。但是另一种计算收益率的方法也能达到目的，这就是先计算出一种可比的征税企业债券的收益率。如果公司债券的收益率是9%，于是市政债券就得以下面的方式计算收益率，假定购买这种债券的投资者处在最高档的联邦征税比率范围内。

用9%的息票利率乘以最高税率(假定是32%)，得出缴纳税收是2.88%。用最初的息票利率减去这一结果，得出收益率是6.12%，这就是二级市场上市政同等级债券的收益率水平。换句话说，由于市政债券投资者不必缴纳利息的联邦所得税，市政债券的成本就相应地节省了税率的比率，这样的成本通常就低于同级国库债券和公司债券的收益率。

对那些希望在税后得到6.12%有效收益率的投资者来说，起初的9%含税利率即是达到要求的含税债券的等价收益率，这个等价收益率又称作**含税等价收益率(taxable equivalent yield)**。一些含税等价收益率标示如下，假定联邦税率是32%。

市政债券息票利率%	含税等价收益率%
4.00	5.88
5.00	7.35
6.00	8.82
7.00	10.29
8.00	11.76
9.00	13.23

同公司债券一样，多数市政债券是按照他们的投资潜力评定级别。评级方法与公司债券评级一致。市政债券的投资者包括商业银行。除了承销市政债券以外，银行经常出于与个人投资者相同的目的购买市政债券：债券提供了巨大的税收利益，特别是将州和联邦的税收结合起来考虑。这种制度利益，再加上本州投资者的当地利益，使市政债券市场出现了本省化的倾向。结果，许多债券不是在全国范围内交易，而成为区域化的产品。

二级市场

同公司债券市场一样，某些辛迪加成员将致力于创造市政债券的二级市场，虽然没有人必须得这么做。二级市场是一个纯粹的场外交易市场，每日报价刊登在所谓的**"蓝色行情单"(bluelist)**上，这是由《每日债券买家》(the Daily Bond Buyer)刊行的日报。但是，却无法保证行情单上有完整的报价。许多市政债券被他们的主要投资者——零售投资者、商业银行和市政债券互助基金牢牢掌握。结果，许多市政债券的交易量稀薄，二级市场成交价格非常难寻。买入卖出之间的价差比较大，反映出市场庄家因为预期风险而不愿意报出某些债券的价格。

跟踪观察某些小型市政债券的信用等级也是一个问题，特别是当这些债券在市场上形势看好的时候。许多收益债券的案例中，很难说某个工程是否收益良好或陷入财务危机。但是尽管许多市政债券缺少二级市场交易，投资者仍看重他们的免税特权而紧紧抓住不放，除非特殊的问题

落到发行人头上。近来，市政债券行业团体和证券交易委员会联合提出建议，敦促那些看好的二级市场债券加强信息披露。基本上，建议要求承销商确保，发行人在债券上市后主动披露信息，保证投资者正确掌握借款人的财务状况。这一点有助于加强投资者保护，也有利于加强二级市场交易。

市政债券还有一个短期票据的市场，这些债券的发行基于各种各样的目的，但通常是以预期税收作为还款依据。因为免税的缘故，这些票据的贴现利率一般相当低，多数情况下低于国库债券的收益率。主要投资者来自于互助基金和金融机构，他们为自身或其投资人寻找免除联邦或州内税收的途径。同所有的货币市场工具一样，这种票据按传统方式承销，并通过代理人推销，其费用结构接近于商业票据，远远低于一般债券的承销费用。市政票据的市场既是全国性的，又是地方性的。

国库债券

背景

虽然对国内外的投资者来说，国库债券是美国资本市场上最受欢迎的工具，但用历史的观点看，它的流行不过是近几年的事情。直到 80 年代早期，国内国外的投资者才开始大量炒作国库债券。在此之前，虽然市场容量巨大效率迅捷，但却被看作适合保守投资者的一潭死水。但是随着 70 年代的债务爆炸、1979 年之后美国货币政策转变以及 80 年代财政赤字的不断增加，国债市场焕发了新生。

国债市场被冠以守旧的名声，这要归结于二次世界大战。这一名声一直保持到 60 年代早期。在二战期间，短期国债实行了钉住利率制度，直到朝鲜战争结束一直维持了收益率的稳定。与短期国债一样，长期国债也成功地钉住了某些利率目标，将收益曲线稳定在某个斜度上。货币政策在公开市场实行定期“单纯针对短期国债”的干预和不定期买卖长期国债的混合手段。直接的后果是保持了国债的稳定收益率，甚至平稳到国债价格一动不动。

二次大战以后，财政部操作了一些换新交易，政府的借款需求减退了，公司债券填补了债券市场的真空。但是在越南战争期间和其后，国债筹资再次高涨，加大了利率压力。70 年代的石油价格上涨更加大了通货

膨胀压力。70 年代的利率螺旋运动一直延伸到 80 年代，市场上出现了从未见过的利率震荡。在极短的时间内，一些国债的价格剧烈变动，造成了类似于股票市场的资本盈亏机会，这在债券市场极其少见。

另外，国库债券还有一些法律限定的特征，使其成为交易和投机的理想工具。从风险的角度看，国债一级和二级市场的风险性都小于公司债券市场，同样边际收益也相对较低。结果，投资银行越来越把注意力转向这个 20 年前根本引不起他们丝毫兴趣的市场。

特征

与公司或市政债券不同，国库债券很少有什么创新属性。他们是直接的或一次还本的形式，附带固定的半年付息的息票。新债券的期限从 2 年到 30 年不等。通常，只有最长期的国债才附加早赎条款，但这一条款一般在 25 年后才会执行，几乎对国债本身毫无用处。

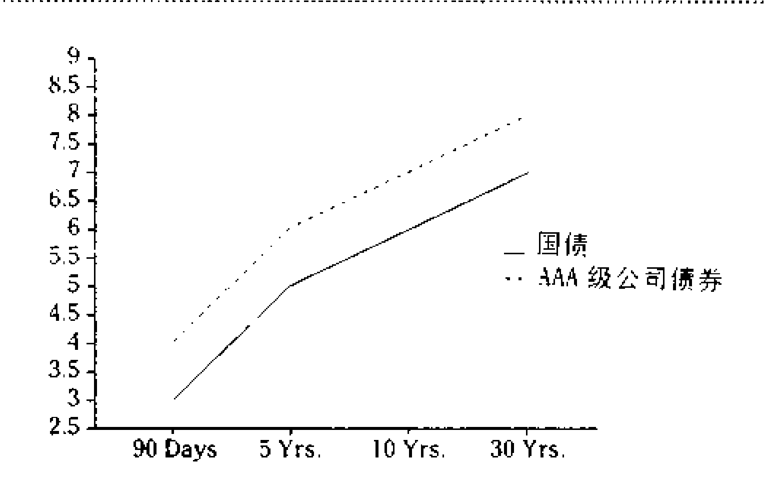
结果，国债市场成为国内最大的直接、无早赎条款的债务市场。这种通用因素使国库债券具备高度的可替换性，市场套利非常流行，交易商可以根据收益曲线从一种期限转换到另一种期限，根本不需要考虑什么违约或早赎风险。高度活跃的市场交易促使交易商达到债券买卖报价的最小差价，保证投资者以最小的风险交易各种国内债券。

未清偿的债券余额最终欺骗了国会，国会一直负责制定全国的债务上限。同样，任何国债筹资政策的改变必须报请国会通过，这是过去一项传统的措施。国会从来没有批准过零息形式或浮动利率形式的国债。结果，除息票利率和最终期限外，所有未清偿的国债如出一辙。**国库零息债券（Treasury zero-coupon issue）**，或**离拆单售债券本息票（STRIP）**从来没有这些形式原始发行过，但在国债以传统形式出售给公众后衍生了出来。下面将有单独的章节讲述离拆单售本息票的更多知识。

国债到期收益率与期限结构之比的图示称作**收益曲线（yield curve）**。第二章讲过，这些收益率成为其他债券利率参照的基础收益率。图形显示了在不同期限风险下，投资者预期国债的**风险收益比（risk-to-reward ratio）**。短期国债与长期国债之间的实际基点差别称作**收益曲线斜度（the slope of the yield curve）**。在正常的风险收益比关系中，长期国债的收益率高于短期国债，短期国债的时间风险低一些。收益曲线中斜率或斜度对角线的差别，根据投资者预期的未来通货膨胀趋势，以及供给或国债在市场的发行数量而有所不同。图 3-2 是国债与 AAA 级公司债券收益率的收益曲线对比例子。

图 3-2

收益曲线



在所有债券当中，国库债券的流动性风险最小，因而最受投资者欢迎。但是这种欢迎却不包括投资银行在内，因为国债买卖报价的价差太小了。另外，一级市场长期以来就是大型机构投资者的天下，传统上操作公司债券的利润远远高于国库债券。

新发行市场

财政部负责为政府需要筹资，并且负责债务管理。然而，财政部管不了货币政策。货币供给和利率走向的控制由联邦储备委员会掌管。两者在一些关键经济领域中协调合作，特别是新国债的发行。联邦储备委员会担任财政部发行新国债的代理人，利用它自己的交易商网络分销短期和长期国债。

联邦储备委员会有权认定国债交易的**一级交易商（primary dealer）**。这个团体既包括投资银行，又包括商业银行，特别是**货币中心商业银行（money center commercial bank）**。为了达到一级交易商的标准，交易机构必须符合一定的资本要求，并且愿意在货币市场上与联储进行交易。承诺上述条件后，在联储通过公开市场业务执行其货币政策时，这些机构就有义务与联储买卖国债。这样一来，交易商制定的价格既可能是与公众的交易，也可能是与联储的交易。在任何一种情况下，这个机构必须有充足的资本，以满足买卖定单的要求。

1994 年初，一级交易商团体的数量约为 40 家，包括注册在美国的一

小部分外国银行。这一团体包括下列机构：

美洲银行全国信托储蓄公司(Bank of America NT & SA)；

巴克莱证券公司(Barclays de Zoete Wedd Securities Inc.)；

贝尔·斯第恩斯公司(Bear, Stearns & Co. Inc.)；

银行家信托证券公司(BT Securities Corporation)；

卡罗·麦克英蒂及麦克金利公司(Carroll McEntee & McGinley Inc.)；

大通证券公司(Chase Securities, Inc.)；

化学证券公司(Chemical Securities Inc.)；

花旗银行证券市场公司(Citicorp Securities Markets, Inc.)；

CRT 政府证券公司(CRT Government Securities, Ltd.)；

大和证券美洲公司(Daiwa Securities America Inc.)；

丁韦特·莱诺德公司(Dean Witter Reynolds Inc.)；

德意志银行政府证券公司(Deutsche Bank Government Securities, Inc.)；

迪龙·瑞得公司(Dillon, Read & Co. Inc.)；

纽约贴现公司(Discount Corporation of New York)；

多纳逊-卢佛基与詹里特证券公司(Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation)；

东桥资本公司(Eastbridge Capital Inc.)；

第一波士顿公司(The First Boston Corporation)；

第一芝加哥资本市场公司(First Chicago Capital Markets, Inc.)；

富士证券公司(Fuji Securities Inc.)；

高盛公司(Goldman, Sachs & Co.)；

格林威治资本市场公司(Greenwich Capital Markets, Inc.)；

哈里斯政府证券公司(Harris Government Securities Inc.)；

基德-皮博迪公司(Kidder, Peabody & Co. Incorporated)；

奥伯雷·G·朗斯顿公司(Aubrey G. Lanston & Co., Inc.)；

雷曼政府证券公司(Lehman Government Securities, Inc.)；

美林政府证券公司(Merrill Lynch Government Securities Inc.)；

JP 摩根证券公司(J.P. Morgan Securities, Inc.)；

摩根·斯坦利公司(Morgan Stanley & Co. Incorporated)；

日兴国际证券公司(The Nikko Securities Co. International, Inc.)；

野村国际证券公司(Nomura Securities International, Inc.)；

佩尼韦伯公司(PaineWebber Incorporated);

培基证券公司(Prudential Securities Incorporated);

所罗门兄弟公司(Salomon Brothers Inc.);

三和-BGK 证券公司(Sanwa-BGK Securities Co., L.P.);

SBC 政府证券公司(SBC Government Securities Inc.);

斯密斯·巴尼,哈里斯·阿海姆公司(Smith Barney, Harris Upham & Co., Inc.);

UBS 证券公司(UBS Securities Inc.);

华宝公司(S.G. Warburg & Co., Inc);

山一国际(美国)公司(Yamaichi International (America), Inc.)。

这些公司的数目很少变化,当一些公司放弃席位时总有另一些公司申请加入。有目共睹的公司活动是与联储进行交易和为国债做价,在新债券的上市方面公司的角色也很重要。

联储在每季的一些指定日期举行国债竞拍活动,以此规范一级市场操作。即将发行的国债品种事先公诸于众,以便于投资银行界清楚将要发行的债券种类。新国债的定价(以息票利率形式)相当于现存二级市场同期国债的收益率。于是,国债竞拍的准备工作就绪,国债的实际价格(以及收益率)就可以见分晓了。

传统上,一级交易商有义务提出长期或短期国债的报价。非一级交易商不允许直接报价,而必须通过某个一级交易商。实际的投标是密封标的方式,依此选择最佳报价,直到全部债券售空。并非所有选中的报价都是一个价位,因而一次竞拍可能出现不同的中标价格。当然,最佳(或最高)报价稳操胜券,某个特定长期或短期债券的发行价格实际是所有中标价格的平均值。

在 1991 年国债一级市场的丑闻被证实后,财政部采取措施,实施竞拍程序的自由化。过去,交易商可以通过某种特定国债的 30%以上份额的报价操纵竞拍程序,现在这种方法被取缔了。另一个是允许称作“客户”的非一级交易商直接参与竞拍,而不再通过向一级交易商递交定单。然而,竞拍程序的一些过程保留了下来,竞拍结果还是登在第二天的报纸上。这些结果是投资银行界对近期利率走势看法的最佳指示器。

表 3-4 显示了一次国债竞拍的结果。评价这种结果需要借助认购总额与发行数量的比例、中标高价位报价的数量、以及投标的收益率幅度。许多实际上不想购买债券的交易商,为了履行对联储的义务,而提出一些不切实际的报价。这些报价归入低价位报价一边,提示了交易商对新国

债的态度,或未来几周(如果预计不到未来几个月的话)的利率走势。

表 3-4

国库债券的竞拍结果 1992 年 8 月 13 日 *

平均价格	99.514
平均收益率	7.29%
最低价格	99.514
最高收益率	7.29%
最高价格	99.796
最低收益率	7.27%
按最低价格成交的比例	97%
总认购金额(百万美元)	$ 24998
成交金额(百万美元)	$ 10007
纽约地区认购金额(百万美元)	$ 24083
纽约地区成交金额(百万美元)	$ 9769
非竞争报价金额(百万美元)	$ 354
非竞争报价的利率水平	7.25%

* 30 年期国债,到期日 2022 年 8 月 15 日。

竞拍方式对长期国债和短期国债都适用,并在报纸上同样公布。短期国债的竞拍更加频繁一些,大约每周一次,而不同期限的长期国债一般每季度举行一次。虽然财政部可以选择任意期限,可以随意选择长期或短期国债,但最常见的期限是 90 天的短期国债和 3、5、7、10、30 年的长期国债。与其他国家的政府,特别是英国政府不同,联储竞拍中标的一定是最佳报价;联储不会因为报价普遍低于财政部的预想价格而收回部分债券。

与其他替代方式相比,竞拍方式为财政部节省了大笔费用。如果按财政部需求资金的胃口计算,特别是前 10 年财政预算赤字期间,每年的承销费用将是惊人的。虽然国债市场的竞拍体系是比雇佣承销商成本更低的可行方法,但它有时也会陷入 1991 年那样的丑闻,当时某家一级交易商被发觉在竞拍中超额认购。因为交易商的边际利润少得可怜,故而他们发明了一些在实际竞拍前估算投资者意向的方法。其中之一就是**发行后交割交易方式(when-issued trading)**。

在发行后交割市场上,交易商提供那些已经公布但尚未竞拍发行的国债的报价。这些国债以收益率方式报价。如果投资者有意购买收益率 8%的 30 年期国债,而市场报价正好相符,那么交易商将承诺以这个收益率交割新发行的 30 年期国债,不管竞拍的实际结果如何。如果新国债的

息票利率是8.125%，投资者就必须按8%的收益率支付升水。如果国债息票利率是7.875%，投资者就得到贴水。交易商一方必须按8%的利率交割国债，并承担由此导致的任何盈亏。

在冒险的同时，这个灰色市场为交易商和投资者提供了预测市场的机会。与此同时，联储和财政部可以观察市场，判断交易商报价的可能收益率。由于交易商的边际利润限定在中标价位和投资者的付款价位之间的差额上，这一灰色市场在实际竞拍前的分分秒秒里为各方提供了监测投资者意向的机会。

一旦竞拍结束，结算后的国债迅速成为二级市场的债券。虽然从技术上说，这一过程同公司或市政债券没什么两样，但竞拍过程实际上比辛迪加的一级市场方式缩短了很多时间，所以国债一级市场实际上就是泛指竞拍过程。前面讲过，二级市场是国债市场最为人称道的地方，称道之处就在于交易的效率或便捷。

二级市场

国债市场的一级交易商也是实际上的场外交易市场庄家。这一行列也包括其他证券商和商业银行的报价，但二级市场的最大份额仍然是属于这些一级交易商的。作为指定一级交易商，他们是**联邦储备通讯系统**(**fed wire**)的成员，这意味着他们的电话台上有一条直通联储的电话线。一级交易商的主要职责就是维持所有未清偿国债的二级市场价格。在这一过程中，政府债券经纪人，也就是那些在交易商之间东挪西凑的人，可以为一级交易商或市场庄家提供帮助。经纪人之间铺设了一张市场总体的交易网络，虽然经纪人并不等同于交易商；经纪人东挪西凑的目的不是为了买卖差价，而只不过是一点佣金罢了。

交易价格和数量定期报告给联储，联储由此可以判断交易商是否维持了一个适宜的市场状况。最大的那些交易商通常可以吞下相当巨大的定单而丝毫不实际影响自身的价位，直到市场随之觉察出新的动向为止。荣膺一级交易商对证券公司或银行来说不啻于最好的广告；许多客户根本不与非一级交易商的证券公司打交道[①]。如果市场进一步放开管制，投资者会觉得同一级交易商打交道是防止交割不妥、不当报价和欺诈行为的唯一保护网。

---

① 同非一级交易商打交道的风险在80年代前期就有例证，当时几家储蓄机构因为陷入非联储认可的小证券公司的虚假交易圈套，而达不到资本金要求。他们无法抽回票据和现金，不得不进行清算。

图 3-3 短期国债和长期国债的价格

Treasury Bills, Bonds and Notes

Prices in 32d of a point, bill yields in basis points

TREASURY BILLS

Date	Bid	Ask	Chg	Yield
1992				
Aug 6	2.99	2.94	+0.02	2.98
Aug 13	3.03	2.97	+0.01	3.01
Aug 20	3.06	3.00	+0.04	3.05
Aug 27	3.02	2.97	−0.01	3.07
Sep 3	3.08	3.06	+0.01	3.11
Sep 10	3.09	3.06		3.12
Sep 17	3.11	3.09	+0.01	3.15
Sep 24	3.10	3.06		3.17
Oct 1	3.13	3.09		3.15
Oct 8	3.17	3.13		3.19
Oct 15	3.17	3.13		3.19
Oct 22	3.19	3.16		3.22
Oct 29	3.20	3.16	+0.01	3.23
Nov 5	3.20	3.16	+0.01	3.23
Nov 12	3.22	3.19	+0.02	3.26
Nov 19	3.20	3.16		3.23
Nov 27	3.21	3.19	+0.01	3.27
Dec 3	3.21	3.19		3.27
Dec 10	3.23	3.19	+0.01	3.27
Dec 17	3.22	3.19	−0.01	3.27
Dec 24	3.22	3.19	+0.01	3.27
Dec 31	3.20	3.16	+0.01	3.24
1993				
Jan 7	3.22	3.19		3.28
Jan 14	3.27	3.25	+0.02	3.35
Jan 21	3.26	3.22	−0.01	3.32
Jan 28	3.27	3.25		3.35
Feb 11	3.28	3.25		3.35
Mar 11	3.29	3.25		3.35
Apr 8	3.36	3.34	+0.05	3.45
May 6	3.38	3.34	+0.04	3.46
Jun 3	3.39	3.38	+0.04	3.50
Jul 1	3.43	3.41	+0.05	3.54
Jul 29	3.46	3.44	+0.05	3.58

Source—Bloomberg L P

BONDS & NOTES

Source—Bloomberg L P

Date	Rate	Bid	Ask	Chg	Yield
Aug 92	7¼	100-04	100-08	+01	3.14
Aug 92 p	7⅞	100-04	100-08		1.74
Aug 92 p	8¼	100-05	100-09		1.37
Aug 92 p	8⅛	100-11	100-15	−01	2.47
Sep 92 p	8⅛	100-24	100-28		2.78
Sep 92 p	8¾	100-27	100-31	−01	2.83
Oct 92 p	9¾	101-09	101-13		2.86
Oct 92 p	7¾	101-01	101-05		3.03
Nov 92 p	7¾	101-06	101-10	−01	3.14
Nov 92 p	8⅜	101-12	101-16	−01	3.11
Nov 92 n	10½	102-00	102-04	−01	3.05
Nov 92 p	7⅜	101-09	101-13		3.09
Dec 92 p	7¼	101-18	101-22		3.12
Dec 92 p	9⅛	102-10	102-14		3.16
Jan 93 p	8¾	102-11	102-15	−01	3.25
Jan 93 p	7	101-22	101-26	−01	3.31
Feb 93	6¾	101-25	101-31	−02	3.05
Feb 93	7⅞	102-12	102-18		3.06
Feb 93 p	8¼	102-17	102-21	+01	3.25
Feb 93 p	8⅜	102-17	102-21	−02	3.38
Feb 93 n	10⅞	103-31	104-03		3.18
Feb 93 p	6¾	101-26	101-30	−02	3.37
Mar 93 p	7⅛	102-10	102-14	−02	3.39
Mar 93 p	9⅝	103-31	104-03	−01	3.35
Apr 93 p	7⅜	102-20	102-24	−02	3.40
Apr 93 p	7	102-15	102-19	−02	3.46
May 93 p	7⅝	103-02	103-06	−01	3.49
May 93 p	8⅝	103-26	103-30	−02	3.52
May 93 n	10⅛	104-31	105-03	−04	3.52
May 93 p	6¾	102-16	102-20	−02	3.52
Jun 93 p	7	102-31	103-03	−02	3.53
Jun 93 p	8⅛	103-31	104-03	−02	3.54
Jul 93 p	7¼	103-14	103-18	−01	3.43
Jul 93 p	6⅞	103-02	103-06	−02	3.60
Aug 93 p	8	104-10	104-14	−03	3.62
Aug 93	8⅝	105-00	105-06		3.51
Aug 93 p	8¾	105-02	105-06	−02	3.63
Aug 93 n	11⅞	108-17	108-18		3.43
Aug 93 p	6⅜	102-24	102-28	−02	3.64
Sep 93 p	6⅛	102-20	102-24	−02	3.69
Sep 93 p	8¼	105-02	105-06	−01	3.66
Oct 93 p	7⅛	103-28	104-00	−04	3.70
Oct 93 p	6	102-18	102-22	−02	3.77
Nov 93 p	7¾	104-26	104-30	−02	3.79
Nov 93	8⅝	105-28	106-02	−05	3.76
Nov 93 p	9	106-11	106-15	−03	3.81
Nov 93 n	11¾	109-24	109-28	−03	3.83
Nov 93 p	5½	102-01	102-05	−01	3.82
Dec 93 p	5	101-12	101-16	−04	3.90
Dec 93 p	7⅝	105-00	105-04	−03	3.87
Jan 94 p	7	104-06	104-10	−03	3.92
Jan 94 p	4⅞	101-08	101-12	−02	3.92
Feb 94 p	6⅞	104-04	104-08	−04	4.00
Feb 94 p	8⅞	107-03	107-07	−05	4.00
Feb 94	9	107-10	107-14	−06	3.93
Feb 94 p	5⅜	101-31	102-03	−03	4.00
Mar 94	5¼	102-18	102-22	−05	4.06
Mar 94 p	8½	106-30	107-02	−05	4.07
Apr 94 p	7	104-20	104-24	−04	4.09
Apr 94 p	5⅜	101-29	102-01	−06	4.16
May 89-94	4⅛	100-03	102-05	+01	1.37
May 94 p	7	104-23	104-27	−04	4.16
May 94 p	9½	109-00	109-04	−05	4.15
May 94 p	13⅛	115-08	115-14	−08	4.09
May 94 p	5⅛	101-17	101-20	−06	4.19
Jun 94 p	5	101-09	101-12	−04	4.24
Jun 94 p	8½	107-20	107-24	−05	4.24
Jul 94 p	8	106-27	106-31	−05	4.25
Jul 94 p	4¼	99-26	99-29		4.30
Aug 94 p	6⅞	104-26	104-30	−05	4.32
Aug 94 p	8⅝	108-06	108-10	−05	4.32
Aug 94	8¾	108-12	108-18	−09	4.37
Aug 94 p	12⅝	115-29	116-03	−09	4.30
Sep 94 p	8½	108-10	108-14	−05	4.37
Oct 94 p	9½	110-13	110-17	−08	4.43
Nov 94 p	6	103-04	103-08	−09	4.49
Nov 94 p	8¼	107-30	108-02	−09	4.50
Nov 94	10⅛	112-03	112-09	−08	4.42
Nov 94 p	11⅝	115-07	115-13	−06	4.47
Dec 94 p	7⅝	106-27	106-31	−09	4.54
Jan 95 p	8⅝	109-02	109-06	−11	4.62
Feb 95	3	97-13	99-15	−10	3.22
Feb 95 p	5½	101-29	102-01	−10	4.64
Feb 95 p	7¾	107-09	107-13	−08	4.63
Feb 95	10½	113-23	113-29	−12	4.63
Feb 95 p	11¼	115-16	115-22	−09	4.63
Apr 95 p	8⅜	108-28	109-00	−14	4.79
May 95 p	5⅞	102-25	102-28	−10	4.76
May 95 p	8½	109-15	109-19	−11	4.78
May 95	10⅜	114-07	114-13	−12	4.79
May 95 p	11¼	116-17	116-23	−12	4.77
May 95	12⅝	120-12	120-18	−13	4.67
Jul 95 p	8⅞	110-24	110-28	−13	4.88
Aug 95 p	8½	109-28	110-00	−13	4.92
Aug 95 p	10½	115-12	115-18	−14	4.93
Oct 95 p	8⅝	110-15	110-19	−13	5.00
Nov 95 p	8½	110-07	110-11	−13	5.04
Nov 95 p	9½	113-07	113-11	−13	5.04
Nov 95	11½	119-04	119-10	−14	5.05
Jan 96 p	9¼	112-21	112-25	−13	5.16
Jan 96 p	7½	107-08	107-12	−12	5.17
Feb 96 p	7⅞	108-13	108-17	−13	5.20
Feb 96 p	8⅞	111-19	111-23	−17	5.21
Feb 96 p	7½	107-07	107-11	−16	5.22
Mar 96 p	7¾	107-31	108-03	−17	5.29
Apr 96 p	9⅜	113-14	113-18	−17	5.29
Apr 96 p	7⅝	107-22	107-26	−15	5.30
May 96 p	7⅜	106-25	106-29	−16	5.34
May 96 p	7⅝	107-20	107-24	−16	5.36
Jun 96 p	7⅞	108-16	108-20	−17	5.40
Jul 96 p	7⅞	108-19	108-23	−16	5.40
Jul 96 p	7⅞	108-17	108-21	−19	5.44
Aug 96 p	7¼	106-11	106-15	−18	5.46
Sep 96 p	7	105-13	105-17	−19	5.49
Oct 96 p	8	109-03	109-07	−20	5.51
Oct 96 p	6⅞	105-01	105-05	−16	5.49
Nov 96 p	7¼	106-11	106-15	−18	5.53
Nov 96 p	6½	103-21	103-25	−15	5.50
Dec 96 p	6⅛	102-03	102-07	−17	5.55
Jan 97 p	8	109-07	109-11	−18	5.60
Jan 97 p	6¼	102-14	102-18	−17	5.60
Feb 97 p	6¾	104-07	104-11	−21	5.66
Mar 97	6⅞	104-23	104-27	−20	5.68
Apr 97 p	8½	111-13	111-17	−16	5.67
Apr 97 p	6⅞	104-19	104-23	−21	5.72
May 97 p	8½	111-14	111-18	−19	5.70
May 97 p	6¾	104-02	104-06	−20	5.74
Jun 97 p	6⅜	102-20	102-23	−21	5.73
Jul 97 p	8½	112-13	112-17	+10	5.57
Aug 97 p	8⅝	112-02	112-06	−22	5.80
Oct 97 p	8¾	112-20	112-24	−22	5.87
Nov 97 p	8⅞	113-06	113-10	−22	5.91
Jan 98 p	7⅞	108-21	108-25	−23	5.96
Feb 98 p	8⅛	109-25	109-29	−24	6.00
Apr 98 p	7⅞	108-21	108-25	−24	6.03
May 93-98	7	101-31	102-05	−05	4.19
May 98 p	9	114-00	114-04	−29	6.07
Jul 98 p	8¼	110-15	110-19	−27	6.10
Aug 98 p	9¼	115-24	115-28	−21	6.07
Oct 98 p	7⅛	104-27	104-31	−27	6.15
Nov 98	3½	93-20	95-22	−29	4.29
Nov 98 p	8⅞	113-25	113-29	−28	6.17
Jan 99 p	6⅜	100-26	100-30	−30	6.20
Feb 99 p	8⅞	113-28	114-00	−28	6.23
Apr 99 p	7	104-01	104-05	−29	6.23
May 94-99	8½	106-17	106-25	−03	4.51
May 99 p	9⅛	115-08	115-12	−1-00	6.30
Jul 99 p	6⅜	100-24	100-27	−30	6.27
Aug 99 p	8	109-10	109-14	−28	6.32
Nov 99 p	7⅞	108-16	108-20	−1-00	6.37
Feb 95-00	7⅞	105-29	106-04	−10	5.27
Feb 00 p	8½	112-01	112-05	−1-02	6.44
May 00 p	8⅞	114-08	114-12	−1-04	6.49
Aug 95-00	8⅜	108-02	108-20	−10	5.27
Aug 00 p	8¾	113-28	114-00	−26	6.49
Nov 00 p	8½	112-09	112-13	−26	6.54
Feb 01 p	7¾	107-16	107-20	−23	6.57
Feb 01	11¾	133-11	133-23	−26	6.53
May 01 p	8	108-29	109-01	−29	6.63
May 01	13⅛	143-06	143-16	−29	6.54
Aug 01 p	7⅞	108-02	108-06	−22	6.65
Aug 96-01	8	106-19	106-25	−14	6.08
Aug 01	13⅜	145-13	145-25	−25	6.58
Nov 01 p	7½	105-07	105-11	−25	6.72
Nov 01	15¾	162-19	163-05	−26	6.56
Feb 02	14¼	153-04	153-22	−31	6.58
May 02 p	7½	105-23	105-26	−24	6.58
Nov 02	11⅝	135-19	135-25	−28	6.74
Feb 03	10¾	129-03	129-09	−28	6.81
May 03	10¾	129-12	129-18	−30	6.83
Aug 03	11⅛	132-18	132-24	−30	6.85
Nov 03	11⅞	138-18	138-24	−1-00	6.88
May 04	12⅜	143-14	143-20	−1-03	6.90
Aug 04	13¾	155-23	155-29	−09	6.85
Nov 04 k	11⅝	137-30	138-04	−08	6.96
May 00-05	8¼	108-26	109-02	−30	6.73
May 05 k	12	141-28	142-02	−07	6.97
Aug 05 k	10¾	131-02	131-08	−28	7.05
Feb 06 k	9⅜	120-04	120-10	−27	7.02
Feb 02-07	7⅝	104-25	105-01	−26	6.90
Nov 02-07	7⅞	106-07	106-13	−26	6.99
Aug 03-08	8⅜	110-00	110-06	−25	7.03
Nov 03-08	8¾	112-27	113-01	−27	7.05
May 04-09	9⅛	115-30	116-04	−28	7.08
Nov 04-09	10⅜	126-12	126-18	−08	7.10
Feb 05-10	11¾	137-29	138-05	−09	7.10
May 05-10	10	123-23	123-29	−09	7.12
Nov 05-10	12¾	147-20	147-26	−09	7.12
May 06-11	13⅞	158-15	158-21	−08	7.12
Nov 06-11	14	160-22	160-28	−10	7.13
Nov 07-12	10⅜	128-18	128-22	−09	7.24
Aug 08-13	12	144-12	144-16	−10	7.26
May 09-14	13¼	157-08	157-14	−12	7.27
Aug 09-14k	12½	150-10	150-14	−12	7.28
Nov 09-14k	11¾	143-07	143-13	−11	7.29
Feb 15 k	11¼	141-12	141-16	−11	7.43
Aug 15 k	10⅝	134-22	134-28	−10	7.44
Nov 15 k	9⅞	126-12	126-16	−10	7.46
Feb 16 k	9¼	119-17	119-21	−08	7.46
May 16 k	7¼	97-12	97-16	−08	7.47
Nov 16 k	7½	100-03	100-07	−08	7.48
May 17 k	8¾	114-04	114-08	−09	7.48
Aug 17 k	8⅞	115-18	115-22	−09	7.48
May 18 k	9⅛	118-18	118-22	−10	7.48
Nov 18 k	9	117-05	117-09	−11	7.49
Feb 19 k	8⅞	115-24	115-28	−06	7.49
Aug 19 k	8⅛	107-05	107-09	−10	7.49
Feb 20 k	8½	111-18	111-22	−06	7.49
May 20 k	8¾	114-18	114-22	−10	7.49
Aug 20 k	8¾	114-20	114-24	−10	7.48
Feb 21 k	7⅞	104-17	104-21	−09	7.48
May 21 k	8⅛	107-17	107-21	−09	7.47
Aug 21 k	8⅛	107-20	107-24	−08	7.47

k—Non U S citizen exempt from withholding taxes n—Treasury note p—Treasury note and non U S citizen exempt from withholding taxes

资料来源:《华尔街日报》

当国债市场在 80 年代变得火爆时，外国投资者特别对息票国债增加了注意力。结果，1984 年后外国国债持有人的税收待遇发生了变动，以适应不断增长的国外投资兴趣和填补预算赤字的需要。在此之前，美国证券的所有外国持有人必须缴纳利息或红利的 30% 作为持有税。在 1984 年以后，税收政策改变了，新证券的外国购买者不需要再缴纳持有税了。由此导致，美国国债的外国转手量，特别是日本、德国、英国等国的转手量都有所增加。来自这些国家的某些证券交易商或银行接连不断地获准进入一级交易商的行列，反映出他们对美国国债的长期兴趣。

二级市场的价格是每日报纸刊登的唯一全面国债价格。图 3-3 是**短期国债(bill)**和**长期国债(bond)**报价的一个例子。短期国债以贴现方式报价，而长期国债以票面百分比的方式报价。在长期国债报价中，连字符右面的两位数是 32 进制的分数，而不是百进制。举例来说，长期国债价格栏中利率为 8% 的 2021 年 11 月到期国债，卖出价是 106 - 15(即 $106_{15/32}$)，到期收益率是 7.45%。短期国债的价格是实际的十进制，价格是由票面平价按适当的贴现率(利率)和适当期限折扣算出。短期国债最后一列的收益率是**息票等价收益率(coupon equivalent yield)**，并非简单的贴现收益率[①]。虽然在技术上不一定标准，但这种等价收益率能够将所有债券按统一的计算标准连结在一条收益曲线上，尽管短期国债市场遵循的是独特的贴现方式计算标准(见图 3-3)。

零息国库债券

在 70 年代晚期，许多国债交易商将息票与债券拆离，希望以此获得特别的税收优惠。80 年代开始后，这种技巧展示了更为广阔的市场前景，由此产生的**零息债券(zero-coupon bond)**吸引了为数众多的投资者。同样，**离拆单售债券息票(stripped coupon)**也形成了固定的投资者群体。而在传统上，债券的这两个部分本是互不可分的。当他们成为分离的市场工具时，新的营销概念形成了。

钟爱债券本金部分(债券本身)的投资者看中这种工具的大幅贴现比例，虽然没有利息收入，但期末却可以得到一大笔收入。还有一些交易商也喜爱它，他们认识到离拆单售债券本票是债券市场上波动幅度最大的

① 息票等价收益率是计算出来的：

$$等价收益率=\frac{贴现率\times 365}{360-(贴现率\times 时间)}。$$

工具。基于这一点,它成为长期利率交易商的最终交易工具。在息票收入的一方面,息票投资者稳收利息,却不用担心利率不确定性造成的债券价值亏损。这样一来,就形成了零息债券的天然市场。

然而,国会远没有那么慷慨,它从未批准过原始形式发行的国库零息债券。结果,许多投资银行开始购买全额息票的国债,自行离拆出售给不同的投资者。这一举动获得了成功,财政部无法视而不见,只好在 1985 年出台官方的离拆单售债券本息票计划。STRIP 就是**离拆单售债券本息票(Separate Trading Receipts of Interest and Principal)**的缩写。这个新计划授权联储离拆国库债券,分别出售各个部分,不再仅仅依靠投资银行间接地制造这种产品。技术上,希望离拆单售息票国债的交易商致电纽约联邦储备银行告知意图,就可以得到离拆完毕的产品。

离拆单售国债本息票的价格和收益率刊登在报纸上,与短期国债和长期息票国债的价格同一位置,但在单独的栏目下面。许多息票国债少部分地离拆出售,所以投资者除了期限外尚有三种国债产品的选择——全额息票债券、离拆单售本票和离拆单售息票。离拆单售债券本息票计划实行两年后,财政部允许离拆单售的国债重新合并,允许购买离拆单售债券本息票的投资者重新组合全额息票债券。

离拆单售债券本息票同其他国债一样在收益率的基础上交易。以到期收益率为标准,每半年计算一次贴现幅度。换句话说,离拆单售债券本息票的原形是全额息票债券,因此不管形式如何改变,仍旧适用相同的计算方法。

离拆单售债券本息票计划有一个非直接的益处,表现在二级市场常规息票债券的流动性改善了。这一点再加上外国投资者购买新国债的宽松税收气氛,使得这一部分二级市场呈现了与一级市场相媲美的效率和放大的交易量,投资者以与从前不同的眼光注视国债投资走向更大的灵活。金融市场的这一潭死水锐意求新,适应着变化的投资者需求。投资银行尤其欣赏一级交易商的这一创意,各方面的原因将在第七章里讨论。

机构证券

背景

按交易量和效率口径统计,美国机构债务市场的排名仅次于国债市

场。然而，这是一个与国债市场毫无共性的市场，许多冠以“机构”名称的实体的债务在此交易，实际上一些实体已经名不符实。除了市场专家，没有人能搞清楚所谓“机构”到底指什么。起初，这一名词是指美国政府完全所有的组织。在债券市场，许多机构的债券闻名遐尔、交易频繁，但机构本身却不符合前面的定义：许多机构是私人所有，而并非政府管制下的组织。在这种广泛的涵义上，这些组织是指**政府赞助企业(government-sponsored enterprise 或 GSE)**。一些情况下，财政部是控股或参股的股东，而另一些情况下的机构则是纯粹的私人企业。舍去了分别定义的麻烦，市场一概称之为机构债券，它既包括政府直接所有的组织，又包括政府赞助的企业。

不管他们的组织结构如何，政府赞助企业的起源一般是历史上的政府组织或政府所有。所有的企业都是国会出于特定的扶持目的建立的。在许多情形下，这一名词让人联想到抵押协助机构和美国参与的国际机构。实际上，进入债券市场的机构远不止于这些。表 3-5 是那些频繁进入美国债券市场的机构借款人。

在所有机构证券中，华尔街传统上偏爱抵押协助机构的债券——政府国民抵押贷款协会、联邦国民抵押贷款协会以及联邦住宅贷款抵押公司。在三者之中，只有政府国民抵押贷款协会是财政部所有和担保的。其他两家早已实行了私有化。然而，不管他们的差别如何，他们在抵押市场上的功能都是极其相近的。

抵押协助机构的用途是从银行、抵押银行和储蓄机构手里购买他们急于脱手的住宅抵押品。为了保证这种收购的资金，这些机构就必须在债券市场上融资。如果出现债券发行人的违约，政府保证代为偿付，多数机构依靠这种保证向债券持有人承诺自己的信誉。实际上，只有政府国民抵押贷款协会可以指望这种保证，因为它完全为政府所有。另两家抵押协助机构使用的是**隐含担保(implicit guarantee)**方式。因为这些组织初创于国会立法之下，投资者从而假定：一旦出现违约，政府肯定不会袖手旁观。

当 70 年代初联邦国民抵押贷款协会成立后，抵押资金的需求骤然增大，于是这些机构就开发了称作**抵押担保证券(the mortgage-backed security 或 MBS)**的工具。出于多种原因，这种工具的魅力在华尔街持久不衰。抵押担保证券对投资者最大的吸引力就在于它每月付息的特征。

表 3-5

进入美国债券市场的机构

机构名称	美国政府的全部信誉和信用担保	从联邦财政部借款的授权	债券利息全部免除州及联邦税收的特权
农村信用系统	无	无	有
农业信贷系统金融协助公司	有	有	有
农场主住宅管理处	有	有——农业部长有权向财政部发行票据	无
联邦融资银行	有	有——该银行可以请求财政部购买其50亿美元的债务。财政部长有权自由决定购买任意金额的该银行债务。	有
联邦住宅贷款银行	无	有—财政部有权购买40亿美元该银行证券。	有
联邦住宅贷款抵押公司	无	有——作为备用信用额度,财政部有权购买22.5亿美元该公司证券。	无
联邦国民抵押贷款协会	无	有——该协会有权请求财政部购买22.5亿美元该协会证券。	无
融资公司	无	无	有
总务管理局	有	无	有
政府国民抵押贷款协会	有	无	有
海洋管理局1972年后发行的担保船只融资债券	有	有	无
提案基金公司	无	有——如果无法从其他来源获取,财政部承担利息支付资金的最终来源。	有
小型企业管理署	有	无	无,但有例外
学生贷款推销协会	自1982年9月1日取消	有—财政部有权自由决定购买10亿美元的该协会证券。	有

表 3-5 续表

进入美国债券市场的机构

机构名称	美国政府的全部信誉和信用担保	从联邦财政部借款的授权	债券利息全部免除州及联邦税收的特权
田纳西峡谷地管理局	无	有——上限是 1.5 亿美元	有
美国邮政总局	如果邮政总局申请而财政部认定申请符合公众利益,政府可以提供担保。	有一邮政总局有权请求财政部购买其 20 亿美元的债务。	有
华盛顿大都会地区运输局债券	有	无	无,但有例外

* 农村信用系统(Farm Credit System);
农业信贷系统金融协助公司(Farm Credit System Financial Assistance Corporation/FCSFAC);
农场主住宅管理处(Farmers Home Administration/FmHA CBOs);
联邦融资银行(Federal Financing Bank/FFB);
联邦住宅贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage/FHLMC/Freddie Mac);
联邦国民抵押协会(Federal National Mortgage Association/FNMA/Fannie Mae);
融资公司(Financing Corporation/FICO);
总务管理局(General Services Administration/GSA);
政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association/GNMA/Ginnie Mae);
海洋管理局 1972 年后发行的担保船只融资债券(Maritime Administration Guaranteed Ship Financing Bonds issued after 1972);
提案基金公司(Resolution Funding Corporation/REFCORP);
小型企业管理署(Small Business Administration/SBA);
学生贷款推销协会(Student Loan Marketing Association/Sallie Mae);
田纳西峡谷地管理局(Tennessee Valley Authority/TVA);
美国邮政总局(United States Postal Service);
华盛顿大都会地区运输局债券(Washington Metropolitan Area Transit Authority/WMATA Bonds)。

资料来源:第一波士顿公司,《美国政府和联邦机构证券手册》第 34 版(芝加哥:PROBUS 出版公司,1990)。

随着抵押贷款需求的增加,银行或其他抵押贷款提供者对机构中介融资的需求也在增加。既然机构必须筹措更多的资金,他们推出了由住宅抵押品组合担保的债券。结果,这些证券就成为"抵押担保证券":抵押品组合担保的债券。机构担保所有抵押品持有人(付款人)对投资者的利息支付行为,而机构本身又在假定的联邦担保之下。70 年代这种债券一

经问世，立刻就成为抢手货。

实质上，这种抵押担保证券给了华尔街很多创新灵感，后者马上抓住时机，设计出类似的产品。抵押担保证券吸引投资银行的一个原因就是它的**“提前支付”(prepayment)**属性。一旦抵押品持有人提前支付抵押款项，这种属性要求机构将相同数目的本金转手给债券持有人，这一点将抵押担保证券与缺乏自身流动性的传统债券区别开来。这种现金流动的好处，加上这种转手还款安排的潜在中断可能性，都从不同角度有益于投资银行。与10年前离拆单售债券本息票的发展如出一辙，投资银行将这种属性用于自身利益。但是首先，我们需要先讨论一下抵押担保证券的新发行市场。

新发行市场

一般说来，新发行的美国机构债券和政府赞助企业通过一种类似于竞拍环境的程序进入市场，并招募一批证券交易商，组建销售集团。拥有强大美国后盾的外国机构，例如世界银行(the World Bank)仍采用传统的投资银行辛迪加和协议承销方式。而抵押机构的新发行市场算得上整个债券市场最精妙的部分，下面就详细地谈一下。

并不是所有的抵押机构筹资都涉及抵押担保证券。许多机构仍采用传统的非抵押借贷方式，但无疑抵押担保证券是市场上最流行的工具。政府国民抵押协会首先开发了称作**“转手凭证”(pass-through certificate)**的抵押担保证券。随后，联邦国民抵押协会和联邦住宅贷款抵押公司开发了类似的债券，称作**参与凭证(participation certificate 或 PC)**。这些抵押担保证券，特别是政府国民抵押协会的“转手凭证”成为资本市场上首批**证券化(securitization)**案例。基本上，这意味着先前像住宅抵押品这样无法变现的资产，汇集在一起聚成一个总库，作为所发行证券的担保，于是在某种意义上这些资产就具备了可转让能力。这些抵押品脱离了创造它的银行或储蓄贷款协会的账簿，成为机构债券的抵押品。

在一级市场上，传统的机构筹资通常需要动用销售集团。销售集团的功能介于承销商集团方式和联储销售新国债的竞拍方式之间。除了少数的例外，销售集团成员大多是一级交易商。机构事先声明自己的筹资意向，而后销售集团成员应邀为证券提供报价。交易商的报价低于他们意图出售债券的价格20到50个基本点。尽管机构债券不像公司或市政债券那样有利可图，但这种费用的微薄往往可以由发行数量因素补足。

传统上，机构或政府赞助企业债券属于信用债券。唯一采取资产抵

押的方式是抵押担保债券，此种债券使用一个**抵押品总库**(**a pool of mortgage**)为债券持有人的债权担保。然而，机构购买抵押品总库的时机掌握远比这种传统信用债券的发行过程要危险得多。实际的抵押品是按照机构的意图聚集起来，由抵押总库设计师进行包装，然后将他们推销给机构，后者用筹集的借款购买抵押总库。债券本身是机构的负债，直接或间接地由美国财政部提供担保。

通常，用于购买抵押总库的机构抵押担保证券在利率和期限上非常接近于抵押品本身。政府国民抵押协会转手凭证的平均债务期限是30年，附加固定利率。这种债券由市场上的另一家联邦机构提供担保。相比之下，联邦国民抵押协会和联邦住宅贷款抵押公司偏好购买有保证的或传统上认可的抵押品。与传统债券不同，债券持有人每月收到一次利息，因为抵押贷款的利息是每月支付一次的。在法律上，这些抵押品为债券提供了担保，于是债券持有人的资金回收得到保证，资金的回收是依据与抵押品持有人支付利息和本金(如果有的话)相同的标准。

政府赞助企业债券和抵押担保证券的简单例证容易忽略一点，那就是抵押担保证券对整个市场的影响力。这种证券化的概念广泛适用于各种各样的借款人，这些借款人运用相同或不同的金融资产为自己的债务提供担保。抵押担保证券的现金流动特征引发了另一些投资银行的产品创新。这些创新不管是作为投资者的投资工具，还是作为金融机构相对廉价的融资手段都倍受市场欢迎。

如同购买息票债券而后向投资者离拆单售一样，投资银行将购买抵押担保证券看作一项利润丰厚的生意。抵押担保证券的吸引力在于他们的每月利息支付。另外，抵押品投资者偿还的任何本金都会转手回到债券持有人手中。但是，抵押品的提前支付属性也成为令债券投资者头疼的问题，因为每当发生提前支付的情况时，本金归还就意味着未清偿债券余额同时有所减少。结果，下一次利息支付当然就少了一些。对那些长期依靠固定收益的人来说，这种提前支付的弊端可以导致收入流的严重扭曲。

因为这种提前支付现象，抵押银行和债券交易商不会将30年的抵押债务真正看成30年，而假定一般期限在12年左右。抵押品持有人出于千奇百怪的理由，常常在到期前就将抵押贷款全部清偿，所以原本期限30年的债券几乎没有可能维持到最后。投资者面对的这种不确定性被交易商大做文章，后者从中稳获其利。

投资银行经常购买抵押担保证券，目的在于调整自己的收入流。这

些证券可以被用来作为交易商自己筹资的抵押品，从而向购买新债券的投资者保证一种特定的收入流。例如，作为抵押的抵押担保证券的全部收益可以被划分成多个等级，投资者投资不同的等级就得到不同的收益。对长期投资者来说，最根本的担心在于提前支付问题，这种新债券可以保证 10 到 12 年的固定利息支付。其余的部分也可以得到不同担保期限的利息支付。

机构抵押证券的利息分类总和又称作**作为抵押的抵押债务（collateralized mortgage obligation 或 CMO）**。虽然不能完全保证每个等级的抵押担保证券都能如约偿付，但他们确实为投资者减少了大部分的现金流动风险，或至少消除了无法预知支付的主要不确定性。在抵押市场上，作为抵押的抵押债务可以在各种层次上诞生，从机构本身到金融机构都有，后者运用抵押担保证券作为自己名义借款的抵押，借助其再支付优势为自己筹措资金[①]。

二级市场

这些基于抵押担保证券的衍生产品开发为抵押机构债券的二级市场添加了润滑剂。但是一般说来，机构市场的所有品种都具备良好的流动性，与国债市场相比买卖差价缩小了许多。因此，抵押机构债券构成机构市场的最大次级市场。

除抵押机构债券外，另一些交易活跃的机构债券包括农业信贷系统、学生贷款推销协会、提案基金公司和联邦住宅贷款银行的债券。农业信贷系统其他附属机构和田纳西峡谷地管理局的债券也是市场上的常客。在跨国方面，世界银行、泛美开发银行（Inter-American Development Bank）和亚洲开发银行（Asian Development Bank）的债券也时有可见。通常，抵押机构债券的买卖差价约为 1/4 基本点，而一些交易稀落、流动呆滞的机构债券的差价略有加大。

二级市场关注的一个主要焦点是可替换性的问题。在这一点上，抵押机构债券优势明显，因为这些债券之间非常相似，投资者出入其间易如反掌。在正常情况下，这种机构债券的可替换风险趋于最小。然而，其他机构债券却无法做到这一点，恐怕政府赞助企业债券是其中唯一的姣姣者。对其他名气不大的机构债券而言，市政债券和公司债券遇到的流动

① 抵押市场的另一种证券衍生形式是**房地产抵押投资导管债券（the real estate mortgage investment conduit 或 REMIC）**，它是 1986 年《税收改革法》的产物。该债券同样可以不同方式支付利息，而《税收改革法》免于这类债券按照两种不同来源纳税：抵押信托和投资者。

性困难问题也同样是难免的障碍。

机构市场与其他债券市场很难相比。它的复杂性是首要的弱势，尽管投资银行界的倾力全助促使一些异乎寻常的产品闻名于投资者当中。同时，证券化的概念导致了众多投资银行创新，特别是在作为抵押的抵押债务和抵押担保证券方面。但一般说来，对于熟知他们复杂构成的投资银行和机构投资者而言，机构债券是独一无二的。因此，机构债券市场通常仅次于市政债券市场，而位居第二大债券市场。

供讨论的问题

1. 对许多公司而言，过去20年间债券是比普通股更可靠的融资手段。试探讨这一现象的原因。
2. 垃圾债券因为其风险性而变得对投资者非常有利可图，为什么？
3. 415条款对承销公司债券的辛迪加组建有什么影响？
4. 市政债券的新发行市场既是全国性的又是地方性的，为什么？
5. 发行人宁愿选择欧洲债券市场，而不愿选择美国国内公司债券市场，原因何在？
6. 政府国民抵押贷款协会作为"大社会计划"(the Great Society Program)的组成部分，成立于60年代。协会帮助低收入和中低收入家庭贷款购买了3000万套住宅，同期美国财政部的国债发行也有增加。该协会的何种特征吸引了投资者，使其超越于拥挤的市场环境之上？
7. 市政收益债券比一般债务债券更受投资银行欢迎，为什么？
8. 资产依托证券极大地推动了发行银行和其他发行金融机构，讨论一下原因。
9. 为什么债券的早赎收益率通常高于其到期收益率？

第四章　股票:承销及其特征

概　述

尽管多年以来股票的历史已然劣迹斑斑,但股票始终是美国企业融资的核心角色。正如我们在第一章所见,从二战结束到70年代中期,股权融资占据主导地位。从那以后,随着机构投资者对股票的普遍认识渐趋清楚,债务融资逐渐流行,许多企业的负债时权益的比率上升了,他们比以前更倾向于在资产组合中持有较大比例的债券。

尽管如此,股票承销仍然是投资银行的主营业务之一。虽然80年代的金融热点多集中于金融工程技术和固定收益金融工具,普通股和优先股仍然在企业融资和投资银行的业务中保持了关键的地位。在股市相对平静了几年之后,在股市崩溃和1990——1992年的萧条之后成长壮大的牛市使新股票的发行数额创下了新纪录。

与信贷市场的产品不同,由于股利仍有双重课税这一缺陷,普通股和优先股已失去了对投资者在税收方面的吸引力。近来的税收法律已经取消了股票投资者股息的税收豁免,企业用于支付股息的收益仍旧按照企业标准征税。而股息则按照投资者的正常税率全额课税。这样的结果,由于普通股收益的绝大部分依赖于它们的资本收益潜力,投资者开始比以前更加仔细地研究股票的成长潜力。优先股在税收上有一定优势,后面我们会谈到。

股票领域面临的另一主要问题与70年代和80年代的债务爆炸紧密

相关。当1987年初利率开始下降时，许多公司启动附加早赎条款，收回先前发行的债券。另外，在80年代末期发生了大量公司重组案例，这又涉及到大批地以股本资本置换债权。由于许多新股发行规模出奇地大，这种结合效应给股市造成了非常巨大的压力。经常出现的情况是：高市盈率诱导企业发行新股票，而投资者却在如此高的价格收益比面前畏缩不前。当许多企业收回债券时，与第二章中所描述的现象相反的情况发生了：当债务下降而账面股本金额增加时，许多公司的股本收益却开始下降。这种结果决不是新股上市认购的良好的市场信号。

在过去的25年间，股票持有者的性质也发生了变化。个人（或零售）投资者在今日股市中的角色已大不如朝鲜战争刚结束的那段时期。在50年代，家庭持有股票占了总股票持有量的90％以上，金额约高达1430亿美元。到1991年，这一比重已经下降到55％左右，金额达4兆美元[①]。可见，家庭的持股资金仍然很巨大，而他们持股比重的下降是由于信托投资者的持股所致。

虽然仍然可以在股市中见到大多数储蓄投资者，而今他们的资金更多地成为间接投资而非直接投资。养老基金、人寿保险公司和互助基金在股票市场中的影响力越来越大。仅在1970年到1991年间，互助基金和私人养老基金所持股票资产已增长了7倍，而从互助基金流入市场的资金实际是最多的[②]。中介机构的存在表现了与个人投资者截然不同的感觉。许多中介机构关注美国公司在南美的投资，关注环境问题，以及对经理人员的薪金水平越来越不满，这些使得投资公众呈现与以往不同的思想意识轮廓。在许多个案中，这些关注也使得公司对筹措新的股本资本忧心忡忡。持股者对于公司运作和政策不断增长的关注会与公司运作本身相扭曲，这导致公司花费很多时间重新制定公司政策。但无论采取何种解释，公司中持股者利益的增加已成为过去10年间最显著的市场变化之一。然而，这些投资者中的绝大部分是机构投资者。

1987年10月的股市下跌或“崩溃”也给投资者对新股上市的热情蒙上了阴影。崩溃之后新股发行的活动减少了，继而有一年半的时间市场无法恢复往日的兴旺。对投资者和投资银行而言，承销活动的减少更有助于继续强化股票衍生金融产品的重要性。当许多投资者，包括机构投资者和零售投资者，再次暂时地避开股市风险时，股票工具期权和期货的发展和交易给股市保留了一定的获利可能性。

① 《纽约股票交易所白皮书》，1991年，第28页。
② 同上，第29—31页。

70 年代和 80 年代转向债券融资的明显趋势带来了相当麻烦的经济问题。许多公司不断增长的债务资本比率表明,许多冒风险的资本投资的资金来源是债券持有者,而非股票持有者。这给许多经济学家和立法者带来了双重性的问题。不断出现的免税利息支付数额表明,联邦政府事实上允许纳税人支持企业的借款活动。在银行业方面,可以听到表达方式略微不同但内容完全相同的批评。因为允许银行通过**垃圾贷款(junk loan)**为企业重组进行融资,联邦储备委员会被指控对并购风潮视而不见,从而将并购接管活动"货币化"。同样地,税法的任何潜在变动都将沉重打击这个行业。在 1987 年,**公司模式及方式委员会(the House Ways and Means Committee)**对背负沉重债务负担的企业适用的税收减免进行了调查。随之而来的减免税收并不是不可侵犯的简单建议,成为促使当年 10 月股市大崩溃的助长因素之一。投资者由于害怕许多公司会失去高比例融资杠杆这一并购工具而开始抛出投机性股票,为股市崩溃推波助澜。

同样重要的是 1978 年初国会通过的《破产改革法案》(the Bankruptcy Reform Act)。这一法案修订了现存的 1938 年通过的《破产法案》,允许股份持有者和债券持有者(债权人)根据法案第 11 款对任何公司的重组和变现行为享有平等的投票权。依据该法案第 11 款规定,对企业的任何重组行为都必须经无记名投票程序,由三分之二的持股人和债权人一致同意方能通过。所有等级的债权人和股份持有者必须平等地表明同意意见。表面上看,这似乎是给了持股者优于债权人的权利。然而,它有效地赋予两组投资人程序上的平等,某种程度上表明债权人失去了先前进入破产程序后与公司谈判的某些影响力。在实践中,股东们已经得到了某些与债权人同等的权利,但一项新的税收法令仍旧提供给债权人一个变现的替代方案。

在过去 20 年间,这些发展导致了股票地位的部分削弱,而债券更加流行了。优先股在股票市场中仍然存在,保留了一个相对较小的市场份额。后面的章节将会看到,金融工程将某些通常只属于债券的创新带给了优先股。

与债券不同,发行股票并不是为了将它与别的利息支付方式(在这个案例中,应该是股息)互换,同时它也不涉及后面章节谈到的许多金融工程技术。衍生工具市场的某些技术已经融合到股票设计中,但大部分股票领域仍旧分为基本的两类:普通股和优先股。而将这二者带入市场的方法相对而言这些年来几乎没有改变。

股票市场相对而言为数不多的创意之一，是将一家公司的普通股划分为一个以上等级的创新和广泛运用。通常，它们被简单地称作“A类”和“B类”普通股。A类是大多数公司使用的通常种类的普通股——该种股票赋予持有者在公司事务中每股一票的投票权。B类并非通常那样，它可能享受与A类不同的投票特权或享受不同的股息分红。相应地，它们被一些特殊投资者利益集团牢牢掌握，或者为与母公司运作脱离的某个项目专门融资的意向而发售。因而，当讨论普通股时，普遍意义上所指的是A类股票。

首次公开发行

前面概论中谈到，**首次公开发行(IPO)**是公司售予公众的股票首次公众化。私人公司出售股票通常是为了加强它们的资本基础，运作合伙人或私人股份持有人的资金能力之外的资本投资，或是为了增加对外界投资者的吸引力。无论是出于何种动机，投资银行是筹资成功的关键。

通常，投资银行的选择基于一家企业的规模、轮廓和发展潜力。如果新股有好机会可以在全国范围内发售的话，那么所选择的投资银行也许不是最重要的一家，但至少是一流的一家，才可以组织一个辛迪加在全国推销股票。另一方面，如果这家企业只是区域性或地方性的，那么它选择的投资银行也只能是区域性或地方性的。

首次公开发行必须在证券交易委员会注册，除非发行取得了**有限发行的登记豁免(limited offering exemption)**[①]。如果此次发行是有限发行，就意味着通过一个有限的辛迪加推销，选择一组不想再销售该股份的投资者。如果未经豁免，那么首次公开发行的注册过程同在概论中所描述的大致一样：公司必须将发行新股票的意向制作成有关文件，披露所有信息，经过评鉴听证，并且满足任何州际证券立法。在发行中，保证有关信息以及时完整的形式公诸于众是公司特别重要的责任。

股票的分销有两条既定渠道。投资银行可能选择**尽力代销**方式，或者选择**包销(firm commitment)**方式承销新发行证券。在“尽力代销”案例中，通常牵头经理人会安排“全部或无效”的承诺。如果它推销了全部发行股票，它收取承销费；如果做不到，它将不分销任何股票并宣布承

① 如果企业证券的发行限于州内出，那么依据1933年证券法的D条例，或者依据证券交易委员会的144条款规定：“如果特定证券符合证券交易委员会根据1934年《证券交易法》而制定的特定标准则准于其发行，证券交易委员会可以豁免其注册。

销承诺无效。简言之,它只在能够销售股票的情况下收取费用。如果有资产负债方面的问题,承销商也不负责。

新上市公司的股票将依据第二章中所列举的方法之一进行订价。通常但也不一定的情况是,牵头经理人将以略低于计算结果的价格为股票定价,从而保证乐观的收益。虽然这可能使公司失去最大利益,但是它预示如果股票在二级市场表现良好的话,未来的另一次分销将被顺利接受。然而,如果这支新股炙手可热,那么牵头经理人显而易见地要为上市公司取得最大利益。牵头经理人这方面的行为强调了资本成本的持久现象这一事实,关注资本成本决非是在需要筹措新资金时简单地算一下数。

对公司收取的承销费用由主经理人或辛迪加(如果有的话)所预测的分销风险决定。费用的最高上限为发行价格的10%——这是由风险最高的公司支付的。其原则与发行新企业债券发行市场中的一样:预计的风险越高,费用结构也就越高。经理人的部分酬金也可能是伴随股票发行的认购权证。如果发行顺利且股价上涨,那么经理可通过执行认购权证获得一笔利润。这是高额费用结构的一种替代方式,当公司认识到这将确保承销商的最大利益与新发行股票运行良好保持一致时,它就会选择这种办法。

虽然首次公开发行市场对许多小企业的成功和整个经济至关重要,但它却决非是风平浪静之所。总而言之,这个市场在整个股市走强时表现最佳而当大市趋弱时则寂然无声。首次公开发行市场的投资者可能同样倾向于投资场外交易的股票,而非投资挂牌交易的股票。作为另一种美国股票需求来源的外国投资者,传统上对首次公开发行市场表现出的兴趣不大,而更偏好挂牌的优先股和资本结构良好的公司。

首次公开发行股票通常在股市指数强劲时上市。由于在首次公开发行市场上股市风险和公司风险都被认为是最高的,投资银行认识到牛市能最有力地疏导所有的股票,特别是首次发行股票。结果,首次公开发行市场有与知名挂牌股票竞争的特殊问题,以引起投资者的兴趣。而股票认购发行完毕后,二级市场的变现能力仍是投资者面临的问题,这是股票所在的交易市场决定的。这个问题将在后面单独的章节中讨论。

现有公司的公开发行

如在概论中所述,现有公司的公开发行包括两种类型:一次分销和二次分销。虽然投资者倾向于认为公开发行就是新股的分销,而所销售股

票的来源仍是相当重要的。大多数公开发行股票是一次分销，越来越多的二次分销出现，并证明是再分销巨额股票的一种有价值的方法。

例如，许多巨额的公开发行股票都是以二次分销方式进行的：在股票被再销售给投资者之前它已经存在了。由于股票金额太大而无法在二级市场上销售，分销份额就被包装成了一支新股。辛迪加方式、承销费和其他新股发行方法在制作分销新股上有效地运用。这里只有一个值得注意的例外情况，由于股票已经对先前的持有者支付了股息，所以发行不会增加发行公司的资本成本。

同首次公开发行一样，投资银行可能采取包销的方案，或者选择一个替代方案。另一种不太常用的承销方案是**备援承销(standby underwriting)**。在这种牵头经理人和客户之间的协议里，承销商包销那些在**优惠认股权发行(rights issue)**时未被现存持股者认购的股份。优惠认股权发行赋予现存持股者比现行市价优惠的价格购买新股份的权利。除非发行的新股十分抢手，这种认购的实际金额并不乐观。这样的话，承销商就必须安静等待着包销那些没有被现存持股者购买的股份。

暂搁注册(shelf registration)使得新股发行过程更加迅捷高效。公司自身要对实际的注册负责。投资银行是注册过程的核心并代表公司备案。基本上，准备跨州际发行 5 百万美元以上股票的公司都必须在联邦证券交易委员会备案。

根据公司的不同性质，投资银行在首次公开发行时采用相当不同的定价策略。但一次分销和二次分销的发行价格则基于该公司现存股票的市价，并减去牵扯的承销费用。用最简单的话说，发行价不能比现行市价还高，因为那样不会有投资者出资购股。反过来讲，如果发行价比现行市价要低，则投资者将抽出挂牌交易股票的资金而购买新股，从而将二级市场的价格拉下来。

发行新股还会使投资者仔细揣度二级市场的现行价格。如果价格收益比率太高(这是发行人理想的状况)，投资者也可能会退缩而使现存股票的价格下跌。如果价格收益比率太低，那么公司当前的财务状况就会令人怀疑。为何它以市场认为如此之低的价位出售股票？它是不是急需资金，长期而言这是否意味着它的财务表现会出现麻烦？这些自然而然的疑虑表明发行股票比发行债券更困难，发行债券主要考虑利率和信用等级，而对市场的心理因素很少关注。

担任牵头经理人或簿记员的主要好处之一在于，投资银行有权在辛迪加成员或机构投资者当中分派股票。虽然相互竞争的投资银行主要关

心盈利可能性,高居证券发行广告上端、控制分派股票权力的声威也很受投资银行重视。这一点是通过一笔被称为**未销证券库存**(pot)的储备做到的。当分派股票时,牵头经理人将一定数量的股票暂时搁置起来以便满足机构投资者的需要。如果这次发行格外抢手的话,股票在市场上就难以购得。而簿记员控制的未销证券库存则可能满足部分需求。通过这种方式,牵头经理人以操纵未销证券库存的方式赢得机构投资人的好感。当库存证券销售完毕,就称作"库存清理完毕"。

稳定价格技巧

新公开发行股票最重要的一环是稳定股票在市场中的价格。如前文所述及的那样,股票的二级市场价格会带给新股发行价格负面或正面的影响。因此,投资银行使用称为"稳定价格技巧"的策略,以辛迪加成员的身份保持股价稳定。

稳定价格行为在股价干预合法化的地方提供了寥寥无几的实例。执行该意向的通知书必须送交证券交易委员会。而实际价格的维持则必须以一种甚为微妙的方式完成。新发行股票的价格通常由牵头经理人代表辛迪加分配份额的办法保持平稳,这样就能有效地制造该种股票的空头。

这种分派或配给方案使我们得见新股发行的传统的供求技巧之一斑。正如前面章节讲到的,同样的方式也应用于债券市场。在普通股案例中,簿记员分派给承销商的股票要比原先提醒的少。原先邀请承销50,000股的承销商可能在派售日只得到45,000股。如果他已将预计的50,000股卖出,则它必须进入市场买入另5,000股以弥补它的空头。如此这般,普通股的价格就会稳定在发行价格之上。

虽然**联合作空**(syndicate short)的意图在于保持价格稳定,但如果技巧运用不当也可能造成恶性后果。不寻常的大空头会把价位拉得太高,而不寻常的小空头甚至不能保持价格足够稳定反而将它拉下来。在任何一种情况下,辛迪加成员都要承担其后果。辛迪加成员位置的利润可能会讨好新股发行的投资者,因为他们也可以如愿很快抛出股票而获利。而从另一方面而言,发行新股的公司则可能会不高兴,因为它会觉得其股份在一开始卖得太便宜了。

在债券市场中这种派售技术比较容易施行,那里大多数发行人乐于并期待着扣减承销费用后的债券票面金额。无论牵头经理人决定采用何种定价方式,溢价发行的债券都相对比扣减费用的票面金额发行方式要

少。在许多情况下，在股市中承销新股上市发行比在债券市场中承销，承销商需要为上市公司的帐目和声誉承担更大的风险。

避免尴尬和指责的途径之一就是在派售过程中使用**绿鞋技巧(green shoe technique)**，由绿鞋公司首次与它的承销商之间使用而得名。承销商可以通过协议从公司或现存持股者那里认购额外的股票以满足弥补辛迪加空头的需要。适用此项技术的期限和可交割股票的数额由全国证券交易商协会(NASD)的规则限定。在过去的20年间，这一方法已与其他与股票相关的金融工具一起成为了近乎标准的新股发行作法。它在初次公开发行和公开发行中都被采用。

当价格稳定期结束时，新股的付款日也到期了，这时新股可以在二级市场上自由买卖，在技术上成为一支"成熟"股。从那时起，新股或被归入一家挂牌公司的流通证券在某个证券交易所交易，或与原先的股票一起在场外交易市场交易，或作为首次公开发行股票被一个或更多承销商在场外交易。一旦它进入二级市场，就不再允许任何稳定价格的行为继续存在。

另一种运用于**售后市场(aftermarket)**的稳定价格行为就不止于制造辛迪加空头了。售后市场价格是在新股宣告发行之后产生的市场价格，有时也称作**灰色市场(gray market)**，但是售后市场这一概念更为美国金融界接受。售后市场价格可以与辛迪加成员试图出售新股的价格不同。在这种情况下，牵头经理人可以在辛迪加中报出一个略低于发行价的买入价。售后市场中任何该股票的卖家都可以按照这个报价出手股票。这个报价就支持该股票的价格，直到发行完毕。这么做在其他时候是违法的，联邦证券交易委员会规定只有在事先备案的情况下才能紧跟新股发行之后施行这种操作。

在承销费用中，传统上半数以上的费用是**销售返还(selling concession)**。这是过去投资银行使用经纪人销售新股而自己袖手旁观的时代留下来的一种规矩。诱使经纪人参与派售的唯一办法就是以优厚的销售返还作为报酬。但是这笔数目可观的酬金也会导致一些问题，经纪人方面会太急于以任何成本售出自己的推销份额而不顾它是否易于为公众接受。虽然承销商遵守承销协议，丝毫不放松交易环节，紧紧围绕上市公司行事，但是销售集团成员却不受同样的限制。因此，如果分派方案得以成功实施的话则可以稳定价格，同时方案也可以间接控制那些非辛迪加成员的销售集团成员。

从本章和第二章所讨论的内容可以十分明显地看出，投资银行在新

股发行中的行为和成功对于一家上市公司的市场声誉有直接的影响，进而会影响该公司整个的资本成本。但同时，投资银行在操作辛迪加期间所面对的风险也是巨大的。即使评鉴听证证明公司财务稳定、市场定位良好，外界的情况变化仍可以进行干扰，从而将投资银行置于险境。

1987 年的股市崩溃证明，正常预期以外的情况会对筹资过程和投资银行团体产生深重的影响。当崩溃发生时，英国石油公司（British Petroleum）的国际性公开发行正以辛迪加方式进行。市场的崩溃给这支新股带来了沉重灾难，使之价格暴跌，并使承销商遭受了重大的帐面损失。那次发行是当时最大的上市发行活动之一，事后造成的损失使华尔街上持续几个月发生大规模倒闭与重组。表 4-1 披露了新近普通股最大发行的名单。

表 4-1

新发行普通股的最大上市金额

单位：百万美元

发行日期	发行人	全球发行总金额
1987/10/30	英国石油公司（British Petroleum）	$ 12423.5
1991/12/09	英国电讯公司（British Telecommunications）	9960.3
1993/07/19	英国电讯公司（British Telecommunications）	7827.5
1986/12/08	英国煤气公司（British Gas）	7720.9
1988/12/05	英国钢铁公司（British Steel）	4675.0
1992/07/27	卫康公司（Wellcome）	4117.5
1991/07/15	时代华纳集团（Time Warner）	2760.0
1993/06/28	YPE 公司（YPF）	2660.0
1993/11/26	罗纳-普朗克公司（Rhone-Poulenc）	2175.3
1992/05/20	通用汽车公司（General Motors）	2145.0

资料来源：证券数据公司。

与新股派售紧密相关，单个投资银行经常采用保值技术保护自己在巨额新股发行中的敞口风险。这些技术超越派售方案之外，从而不会给股票发行人增加成本。这种技术变化多端，取决于投资银行特有的未售

出股票的多头种类。对持有此种头寸的承销商来说，最普通采用的方法是在指数期货市场或单个期权市场做空头。保护自己在承销辛迪加持有的头寸使投资银行处于保值者的地位——这一地位常常与传统的机构投资者相联系。

优先股

背景

传统上，在公司募集新资本过程中优先股的使用是有限的，这是由于优先股的复合性质造成的。通常，优先股的红利根据现行市场通行的股息收益曲线固定在发行价格的一个百分比上。一旦确定，股息就不能再变。因此，优先股实际上是一种永久性的固定利息融资。不同于债券的是，支付给投资者的股息是出自税后收益而不是税前收益，因而也就没有债券利息支付所享有的税收扣减优势。

这样的结果，多年以来公司使用优先股非常谨慎。根据粗浅的常识，优先股在公司资本结构中不会占到百分之十以上。优先股的传统投资者是通常的固定收入投资者，如养老基金和人寿保险公司，它们依靠的是投资产生的稳定收入。小投资者也喜欢购买优先股，因为他们可以跳出债券交易中一万美元起步翻倍的购买量限制。股票交易所也提供了优先股在二级市场的流动性，而对小投资者而言二级债券市场则有一点排他性。

如果投资者是另一家公司的话，优先股的股息收入免除百分之七十的税收。优先股的这一特征使公司投资者对优先股表示欢迎，使它有别于债券的明显优势。从成本角度看，税收减免使优先股的收益率下降，使其低于或相等于同一家公司的债券收益率。从通常的风险角度衡量，优先股的股息收益率应该要比同一家公司的债券收益率高。优先股与债券的收益率比较见表 4-2。

然而，在 80 年代横扫华尔街的并购浪潮中优先股的复合特征使其成为得力工具。优先股融资成为一柄既能吓退投资者又能吸引投资者的双刃剑。在两种情况下，吸引金融工程师和并购专家的特征是优先股与债券性质的接近，固定收益的特质可以通过优化或重新设计以便更好地满足消费者的需要。

表 4-2

优先股与公司债券的收益率比较

单位:%

年份	优先股	公司债券
1990	9.10	9.40
1991	8.50	8.90
1992	6.50	7.10
1993	6.25	6.75

资料来源:穆迪投资服务公司和《华尔街日报》。

特征

优先股的标准特征比设想的更广泛。通常,按季度支付的股息固定在发行价的一个特定的百分比上。票面价格可以与发行价相同或者不同[①]。每一次新发行的优先股都有独立于先前发行的优先股的等级,并冠以像“A 级优先股”这样的字母等级作为标志。在这个基本特征之上,其他附加的花样层出的条件会使每只优先股与以前的优先股完全不一样。

与正常的普通股不同,优先股可以附加或不附加投票权。即使附加投票权,也未必会赋予投资者每股一票的权利。一般说来,附有投票权的优先股被称为**投票优先股**(**voting preferred**)。许多时候这个名称与**参与优先股**(**participating preferred**)很容易混淆。参与优先股是指某种股票在特定条件下,除通常股息外还参与分享公司的特殊收益或利润。

如果银行利率和市场利率连续下跌的话,固定的股息会给公司造成巨大的机会损失。因此大多数优先股在未来某一时刻可以按照高于发行价格的溢价要求收回。公司计算这样一个买入期权的成本是用与计算早赎债券同样的方式。为了有机会在一个更低的股息水平重新融资,就必须将买入期权的佣金费用和投资银行的费用都计算到新发行股票的成本之内。而对投资者而言,买入期权溢价会成为他们在二级市场购买优先股的一个障碍,因为他们害怕公司行使期权买入的价格会比他们当初购入优先股时支付的价格低。

附加在优先股上的另一通常特性是**累积特征**(**cumulative**

① 对普通股而言,募股说明书中注明的票面价格通常远低于新股票的发行价。

feature)。这表示，因为公司收益表现不佳而造成的未付股息必须在任何新股息支付之前补足。虽然优先股的股息必须在普通股的股息分派前支付，但是它们的支付却不像债权人的利息那样采用支付命令。因此，如果遗漏了某一次股息支付，累积特征对股东而言而是很有价值的。甚至当公司正在执行破产程序或根本没有盈利的时候，公司累积优先股的表现都要优于在市场中发行的其他证券，因为投机商可能会为股息重新发放而下注，那对累积优先股的持有者来说可是一笔意外的横财。

在这些基本特征之外，优先股的其他附加特征是为新股顺利发行而开发出来的。例如，一只累积的、参与的且享有投票权的优先股的股息率肯定略低于不具有这些特性的那种。上市公司据此可以采用明智的设计从而降低资本成本。使投资者受益的各种特征是有相应价格的；而价格则成为低成本资金创造了途径。

80 年代的并购风潮使许多上市公司成为敌意收购的目标，此后优先股融资越来越受青睐。优先股用于对付敌意收购者的**毒丸防御策略(poison pill defense)**。这种反收购措施相当得益于证券交易委员会的 415 号规则——暂搁注册。在敌意投资者在证券交易委员会登记收购某公司的股票累积额大到一定程度时，这家想摆脱这个讨厌的求购者的公司则会计划开始发行暂搁注册的优先股。冲入市场的优先股狂流将要求一个新的主人理所当然地承担股息的支付。这些支付与同出于防御原因的债券利息一起有效地加大了公司的财务杠杆。

虽然 1987 年股市崩溃和 1990—1992 年的萧条之后，"毒丸"防御与并购风潮普遍有所收敛，采用这种方法的公司却发现在防御成功后自己承受了很高的财务杠杆成本。如果采用此种方法的公司在收购危机过去后试图生存下去，那么加大的杠杆负担必须被降下来。然而，整个过程表明优先股有许多原先意想不到的用处。

在 80 年代末期，金融工程也发现了优先股的妙处，将这种与股票相关的技术更多地运用于债券的相关领域。固定支付又一次给优先股与债券找到了共性，虽然这十年前曾发行了一些浮动利率的优先股。最为人所熟知的一种设计是**优先股偿付累积股票(preference equity redemption cumulative stock 或 PERCS)**[①]。此种技术所采用的概念将在下一章详尽地论述。基本上，它们是可转换特征和期权的结合物。

优先股偿付累积股票和类似的股票要求，发行公司在某个特定的日

① 本术语及其缩写形式最初为摩根·斯坦利公司采用。

期把优先股转换为一定数额的普通股,并在转换时支付所有的累积股息。或者,公司可以在转换价格相同的价位用现金支付代替转换以履行其责任。在任何一种情况下,如果市场上普通股的市价走势良好的话,投资者都会得利。而事情的另一面是对公司有利的特性:早赎条款允许公司在股份转换前以低于转换价格的特定价格启动条款,赎回股票。

转换价格和潜在早赎价格之间的差价有效地建立起一个颈圈或者区间,在这里投资者和发行公司可以衡量它们的预期,计算潜在的成本和收益。不像其他优先股那样,这种优先股是注定相对短命的而且并不打算成为一种永久性的融资股票。然而,它是累积性的。要不是为此,投资者不会愿意购买新上市的优先股偿付累积股票。

优先股所遵循的注册过程与其他企业证券无异。所有证券交易委员会普通规则都适用。投资银行费用的计算取决于不同声誉和财务评级的发行人的发行风险。该种股票有必要在某一股票交易所挂牌交易以产生一个持续不断的价格,这样对发行人和投资者都有好处。

优先股融资过去被认为是固定收入融资的一种手段,用于那些不肯购买公司债券的投资者。但自从 80 年代中期金融创新的运用开始,优先股的用途已然越来越广泛。在优先股偿付累积股票的案例中,它被当作一种相对短命的融资形式而不是永久性的。同样的,许多金融机构在 80 年代和 90 年代初的银行资金危机时期也采用它,作为一种急需资本的来源。随着金融创新的继续,优先股将有新的机会证明自己在企业融资中的价值。

认股权证

既是公司筹资途径又迎合投资者投机兴趣的另一种流行方式是认股权证的发行。认股权证的概念也用于公司债券的新发行市场,并且与另一市场范围内所采用的概念意义大致相同。从本质上讲,认股权证是一种长期的期权,给予持有者在将来有限的时期内按照预先决定的价格从该公司获得股票的权利。

认股权证仅能在有限的有效期内进行技术性的操作。这一期限从几个星期到几年不等,完全取决于公司的计算。正常情况下,认股权证是依附于新证券发行的,允许购买者以比现行价格高的价格购买更多的股票。投资者出资购买此项特权,希望股价最终将上扬。另一方面,公司运用认股权证为其新的股票发行助力。如果认股权证自身在新发行上市时取得

的增加值比新证券所带来的还要高，那么公司则正是为将来作准备筹集资本。认股权证现值的资金收益使发行人受益，而不是最初的投资者。从这方面看，认股权证实质上与普通股的期权是不同的。期权并不为发行者增加资金，而是服务于对某只特定股票有兴趣的投资者的保值或投机。从另一个角度看，期权是纯粹的二级市场金融工具，而认股权证则在移入二级市场与它们认购的股票并排交易之前，就在初级市场开始了生命。

外国股票在美国

从本世纪 20 年代以来，美国已经同时成为本国和外国股票的市场。虽然不像伦敦上市的别国股票那样多，近年来美国的外国股票市场还是在发展壮大。证券交易委员会近来的规定使外国公司在美国挂牌上市的股票数量有所增加。外国公司在美国出售他们的股票出于两个基本原因。第一个纯粹是从一群新的投资者中筹集资金。第二个则更为微妙，在外国的股票交易所挂牌上市是一定意义上的金融广告：出售股票使公司在投资公众心目中的地位有所提升。

随着股票在外国的股票交易所挂牌，票面标值货币成为问题。不同于债务工具，公司的股票不能以外国货币标值。因此，在美国股票交易所中交易的外国普通股只能用美元标值。为了绕过货币种类问题，存托凭证应运而生，成为投资者和真实股票之间的中介物。

技术性地说，这些工具可以被称为**美国存托凭证(American Depository Receipts 或 ADRs)**。最初，美国存托凭证是在本世纪早期由纽约担保信托公司(the Guaranty Trust Company of New York)创制的。基本上，一张美国存托凭证代表着对某种股票的所有权，但是这张收据并非真实的股票而是一张注明了该投资者拥有一定数额股票的证书。美国存托凭证以美元标值，在股票交易所交易和场外交易市场上交易。

除了前面所讲的基本原因外，外国公司希望在某个美国交易所或**证券商全国协会自动报价系统(NASDAQ)**挂牌上市还有其他原因。主要的原因与可见性有关。那些公司想引起外国投资者对它们股票的兴趣，并且愿意遵循证券交易委员会的程序以便可以同美国投资公众沟通。愿意经历证券交易委员会的注册过程对投资者显示，这家公司乐于接受公认的会计程序。否则，它只能指望美国投资者在它家乡的市场上用它的本国货币购买它的股票了，而许多投资者并不愿冒此风险。外国公司由

此还获得一个有利之处。外国公司以美国存托凭证形式出售股票，对喜欢以美国方式在二级市场结算的投资者具有吸引力，因为他们不喜欢忍耐那种相对而言时间较长的外国结算方式。这一直是在伦敦股票交易所交易的股票的主要问题。

认识到美国存托凭证及一般外国证券的挂牌上市有超乎股市的经济后果，在1990年证券交易委员会通过了144A条款[①]。这项条款放松了外国证券在美国私募的信息公开要求，使外国公司更乐于进入各个私募债务市场。这项规则虽不直接适用于美国存托凭证，但它在时间上总体掌握得很好，因为在美国挂牌上市的外国股票的数量持续增加，正如在下表中可看到的那样：

年份	NYSE、AMEX和NASD上市的美国存托凭证
1988	152
1989	160
1990	165
1991	180
1992	219
1993(估计)	250

资料来源：证券行业协会和证券数据公司。

美国存托凭证的流行部分地促进了私人募集市场的自由化。同时，条款则通过鼓励外国公司挂牌上市的办法也提供了防止资本外流的一种保护手段，这意味着到境外去寻求外国资产组合投资的美国投资更少了。从国际收支平衡的角度看，那将会意味着一时间在世界其他地方的投资减少了，这可以缓解美国正在成为一个净债务国的担忧。

同415条款以及国内税务署(Internal Revenue Service)通过的特定税收方式一道，144A条款构成了由证券交易委员会影响的一级市场改革的一部分，以便在目前世界市场越来越国际化的情况下使美国的资本市场对国际竞争的反应更加迅速。欧洲市场的压力和其他股票市场在80年代的扩张，特别是1986年伦敦股票交易所放松管制，给美国市场造成了更多的竞争。一些规则的放松是证券交易委员会对此的迅速回应，虽然对任何需要注册的证券程序的放松管制一直要比放松二级债券市场的

① 有关该条款的外国投资方面的有关论述，请参阅 Charles R. Geisst, Entrepot Capitalism: Foreign Investment and the American Dream in the Twentieth Century (New York: Praeger, 1992)第6章。

管制更成问题。自从二战以来美国还没有经受过如此的外来竞争,因为美国那段时期以来一直是长期资本的净输出国。

欧洲股票

在 1980—1982 年的萧条终结之后,世界股票市场又重新出现了它们先前失去的势头,而新股发行的活动亦有所增加。虽然欧洲债券自 1964 年非官方的发端以来曾经繁荣,但欧洲市场的新发行几乎完全把债券排除在外。随着经济活动的增加,发行欧洲股票才是顺理成章的企图,而欧洲股票市场也就这样诞生了。

以欧洲股票的性质与定义来说,欧洲股票市场比欧洲债券市场要小,而可能也不具备那些欧洲债券成外国债券在国内市场挂牌上市时的成长潜力。欧洲股票是在欧洲市场销售的股票,与其国内市场的销售不同。如果它在一家外国交易所挂牌上市并在那里出售,那就与美国存托凭证或外国同类证券票据相类似。但与债券不同,股票不能以不同于母公司的货币标值。美国公司必须以美元出售欧洲股票,除非它们是为与母公司分离的运作机构筹资。

欧洲股票方面的分销可以正常地在证券发行广告中见到,是置于一个国内辛迪加之下。辛迪加承销股份的一部分将转移到国际投资者手里,国际投资者可以技巧地从辛迪加的离岸业务成员那里购得股票。辛迪加承销股份的那一部分会与国内这边不同,并且甚至可能有一个不同的牵头经理人。然而,股票的发售基地将成为它挂牌上市的地方,不管它被卖到哪里或卖给了谁。

发行欧洲股票的公司抱有双重目的。它们有助于把公司介绍给那些不会在该公司的国内市场上投资股票的国际投资者。股东成份的多样化对大多数大公司而言也是重要的。它们也有助于克服国内本土市场的许多结构性问题。第一支欧洲股票的发行实际上是菲亚特股份(Fiat shares)的再分销,这些股份原来由某些北非投资者持有,后来他们需要把筹码换成现金。意大利的股票市场当时尚不具备发行如此庞大的新股的条件,因而国际分销由与欧洲债券市场中有经常业务的银行安排完成。从历史上看,它既拥有有史以来发行最大的一只股票的殊荣,同时也是第一只欧洲股票。从技术上看,如同下一节将涉及的内容,它是一个二级分销。

二级市场

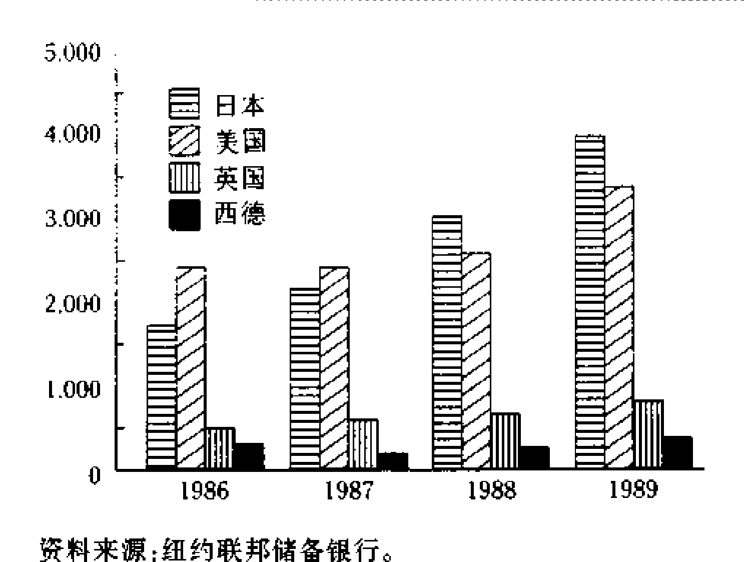
尽管一级市场和二级市场在管制规则上有所不同,前面提到的售后市场的存在像一条细线将二者分开。所有的一级分销会立即转入二级发行,实际上一级市场与二级市场之间没有什么不同,只不过如果必要的话,辛迪加将保留一段短暂的时限。但不管它们在结构上的差异和时而在功能上的一致,二级市场的目的在于基于公司目前的表现和近期内的前景决定公司股票的价格。

20 世纪的大部分时间里,纽约股票交易所(NYSE)都是世界上最大的股票交易所。市场规模的通常测算方式是市场资本总额(总市值),或曰每个公司上市的总股份数乘以目前每只特定股票的市场价格的总值。近年来,东京股票市场已经与纽约股票交易所并驾齐驱甚至可以超过它,但以美元计算的东京市场总值多要归功于汇率的波动。在战后的岁月中,伦敦股票交易所已经降到了第三的位置,远落于前两者之后。80 年代间的总市值变化见于图表 4-1。

图 4-1

总市值:仅统计国内公司

单位:10 亿美元



资料来源:纽约联邦储备银行。

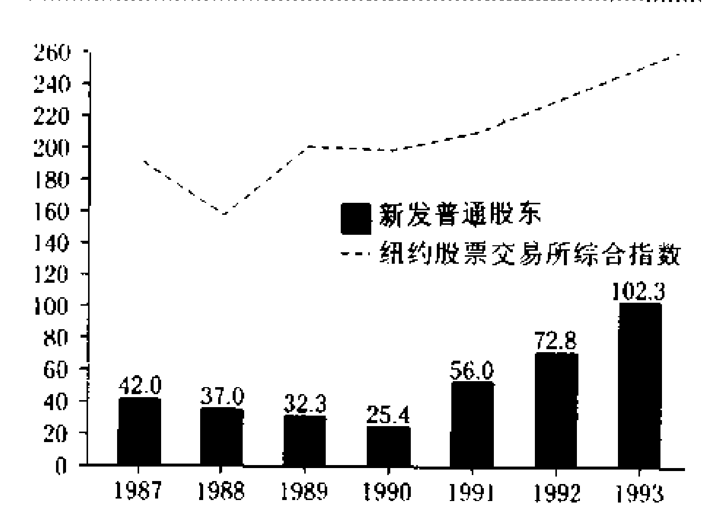
股票市场上一个主要的结构性变化是,一方面新股筹资相对减少而另一方面二级市场交易量呈增加趋势。虽然新股上市发行的承销费用在缓

慢下降，过去 10 年间，投资银行与证券公司在二级市场中的利润所占企业利润比重越来越大，而新发行证券的承销费用缓慢下滑。这些活动的一部分集中于股票交易所，而剩下的则集中于**产权交易**(**proprietary trade**)市场或**三级市场**(**third market**)，又称**大宗交易市场**(**block trading market**)。对许多机构股票交易商而言后者越来越重要，由于有时交易所有限的成交能力难于应付过于庞大的买卖指令。新股票发行与市场指数的对比见下面图 4-2。

图 4-2

新股票发行与市场指数的对比

单位：十亿美元



资料来源：《联邦储备公报》，1993 年 12 月和《纽约股票交易所白皮书》。

交易场所

纽约股票交易所是一个有组织的拍卖场地，也是美国最大的股票市场。"有组织的"是指它有固定场所。而"拍卖"一词可能会令人误解，因为纽约股票交易所和其他有组织的交易所赋予代表对价格形成负有责任的公司的个人——**专营商**(**specialist**)——某种类似场外交易市场中市场庄家的职能。在交易所挂牌上市的股票必须经官方认可，并必须经过挂牌程序。一旦挂牌，它们则指定一些专营商负责不遗余力地在交易所中担当市场庄家和做价。竞卖仅仅是这些专营商的功能之一。

根据定义，专营商具有双重职能。他们既是场内经纪人同时又是交易

商,或者称**委托人(principal)**。他们可以与其他一般场内经纪人交易,买卖股票收取佣金,或者自营买卖他们专营的股票。在后一职能中,他们不收取佣金,利润来自他们及时地在任一时刻对某种股票报价的价差。

代表证券公司的经纪人进入场内的位置上(席位),与那里特定股票的指定专营商进行争夺价差的交易。多年以来,随着市场越来越自动化和成熟化,经典拍卖市场的景像已经在某种程度上消失了。专营商不再是那种报出价差,回应人群中的询盘,并在最好的价位买入或卖出股票的简单竞卖者了。他们和其他的经纪人一样也可以就他们之间的某个价格成交。从这方面看,他们的功能是经纪人,而不是委托人。

专营商通常是专营商公司的代表,这些公司大多数是拥有巨额资本基础、靠挂牌股票的交易和充当市场庄家为生。在纽约股票交易所的518家会员公司中大约有100家是专营商公司,剩下的是产权交易商或直接与公众打交道的交易商。专营商们与他们所交易的股票的一级市场没有直接的联系;从更广的视角看,他们仅有的经济功能是提供能折射某种特定股票供给和需求的清楚价格。

场外交易市场以另一种不同的方式运作。如第一章所述,成立全国证券交易商协会作为非挂牌股票的管理者,自动报价系统这些年来经历了与纽约股票交易所不同的历程。市场仍然由电话串通的交易商组成,他们作为市场庄家(委托人),从他们的办公室直接对指定的股票做价。对某些股票做价的证券公司通常在过去曾对这只股票有过兴趣,或者做过承销商或者作为财务顾问。

场外交易市场由两部分构成,主要依据报价公司的规模。如果这家公司相对比较小、股票交易不频繁或者价差报价幅度过大,那它的价格则在**场外交易公告牌(the OTC Bulletin Board)**上报出而不是在证券交易商全国协会自动报价系统上报出。这个由计算机撮合成交的报价系统在成员公司的显示终端上传送报价,并且按照不同系统层次向经纪人和委托人报告买卖报价。在这一系统中报价的公司的规模相当复杂,从许多知名的公司到刚够资格的小量股份流通或市值不大的公司都包括在内。

挂牌交易市场一向以其市场"效率"而优于场外交易市场。起初,1935年人们在清醒过来后创建了证券交易委员会,建立了全部有组织的交易所采用的大部分市场规则,这使得场外交易二级市场成了风险莫测的一潭混水。但随着1971年证券交易商全国协会自动报价系统的启用,报价更加正规,加上市场交易更加简便,这样的结果使场外交易市场已经

可以吸引更多的投资者。然而，它偶尔也招致对交易商可怜的做市水平的批评。1987 年就出现过一例，当市场暂时出现崩盘时，许多场外交易商拒绝做价。

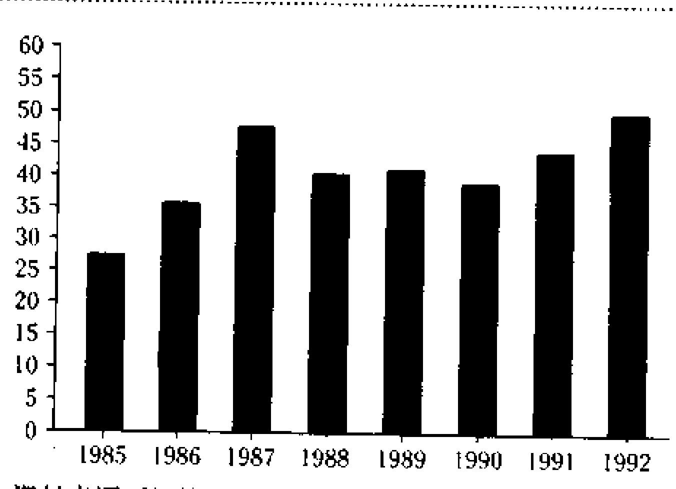
交易所和专营商在面对十分庞大的买卖指令时，有时显得过于弱小或者局限性过大。特大规模的交易无法在单一的价格下成交——这种局面会使许多机构投资者踌躇不前。因此，这种交易就由经纪人替他的客户安排，通过各个交易所的合同成交。如果客户要进行的交易是大量的售出，则这种交易就被称作**交易所分销**(**exchange distribution**)。如果是买入，则称作**交易所收购**(**exchange acquisition**)。经纪人收取佣金，而交易在专营商的参与下按现行市价圆满完成。

随着过去 15 年间，纽约股票交易所的交易数额不断增长，三级市场或大宗交易也越来越常见。交易量的增长可以见于图 4-3。二次分销的使用也有所增长，这一技术我们已经在前面讨论再分销已经存在的股票的新发行方法时提到了。由于二次分销的规模过大，所以需要一个以上的投资银行或经纪人来分销股票。证券实际出售依据的是专营商的价格，并且在技术上不能高于实际分销发生前交易所的收盘价。价格并不在记录行情的纸带上记录，但它当然并不是秘密的。当分销完成之后，就意味着宣布交易正式完成。由于交易规模和注册要求，二次分销以场外交易方式销售。

图 4-3

纽约股票交易所的交易量

单位:10 亿股



资料来源:《纽约股票交易所白皮书》,1992 年。

从分销技术的叙述,我们可以看出二次分销在两种交易市场上都可以遇到。许多时候,它们的相对规模使得持股分散化极为困难。由德意志银行在欧洲组织辛迪加发行的最早欧洲股票——菲亚特股票,实际上就是因为再分销规模过大,而把二次初级分销当作一次分销进行。其他分销按照更传统的路子,可以非常迅速地完成,通常在开始的一两天内就可以了。

在过去的 15 年间,某些股票附加了各种花样的条件,这有助于发行公司更有效地推销,这是从债券市场那里学来的主意。在 80 年代中期,一些公司试着在新发行的股票上附加卖出期权条款,允许投资者在限定的条件下执行卖出期权,或者把股票卖回给公司。然而,这种创新后来被证明寿命不长。与更注重创新与试验的公司债券市场相比,股票市场的新股发行市场仍然保持相对简单。

交易商的法定流动性与保证金

所有从事与公众有关的承销和交易证券公司,都必须遵守证券交易委员会规定的营运资本要求。设置这一要求是为了保证 1929 年那样的大崩溃不再出现,因为金融市场与银行业是连续的。不论有没有 30 年代的立法,这些要求都是必要的,因为经济的有序运转必然要求在投资银行和商业银行之间建立起天然的财务联系。

依据证券交易委员会的 15C 3-1 条款,从业公司帐面上必须维持最低限额的资本金。降到了限额以下的公司会招致证券交易委员会的稽查,并有被关闭或暂停营业的危险。基本上,资本包括对投资者的保证金贷款和手头现金[①]。充足率由贷款与现金之比决定:比率越小,公司越稳健。比率越高,越可能招致证券交易委员会的稽查及后续的行动。2:1 的比率被视为稳健,而 5:1 则被视为脆弱。

一家拥有 1000 万美元未偿还贷款和 500 万美元手头现金的公司,在下跌行情突然出现而投资者无力偿还保证金贷款的情况下,它将有足够能力弥补保证金贷款的巨额头寸。手头现金越少,弥补头寸的能力越弱。这种局面意味着如果客户一时未履行还款责任,公司自己将面临着溃败的危险。实际上现金因素最为重要,因为许多公司从商业银行申请流动

① 借贷给经纪人继而又借贷给客户的款项可以随时收回,对客户执行的利率无需事先通知即可改变。这称作"活期贷款",一般称作"保证金贷款"。

资金借款，目的是为帐面上未售出的证券库存头寸融资，同时为保证金投资者贷款。

营运资本金要求是1929年大崩盘的自然结果，当时尚无此类规则。最初，经纪人公司乐于将保证金借给高杠杆比率的投机者。投资者只要在经纪人那里存入某种股票10%—15%的资金，就可以买空卖空。许多经纪公司是商业银行的附属机构，它们从商业银行那里取得流动资本金作为贷款。当市场行情开始下跌，投机者无法向经纪人偿还贷款，而经纪人则无法向银行偿还贷款。股市崩溃制造了波及银行业的连锁反应，导致了银行破产的数量纪录。简言之，存款人的资金在没有适当制度保障的情况下被贷给了股市。

在信用方面，1934年的证券交易法授权联邦储备委员会设定实际保证金要求，经纪人必须对投资者作此要求。虽然按照合法普通股的价值的百分之五十维持保证金已经生效多年，过去美联储曾将要求提高到百分之九十，为暂时的市场投机降温。公司债券和其他证券与普通股的保证金要求不同。在许多情况下，代理人愿意持有那些使他们的持仓有利的证券，就是说，证券收益大于维持该证券头寸的借入资金的成本。股票更加难于评定，可能需要从交易人持仓那天起每天进行再评估，以此确定有关未售出股票的预期以及其他风险因素是否发生了变化。

虽然大多数对证券市场行为的解释倾向于围绕投资者对企业发展或利率变动的反应展开，交易商面对融资成本的反应也是一个重要方面。如果银行提高对交易商的短期流动资金贷款的成本或者货币市场利率上升，导致回购协议利率上升，那么交易商们就会立刻考虑降低其帐面上证券的价格并减少存货，寄希望于较低的价格可以吸引投资者。基本的前提条件即短期货币成本的升高将最终导致公司持有更少的存货，不论是股票债券的场外交易商，还是专营商都是如此。作为基本真理，短期货币成本的上升最终导致公司减少库存，投资银行与制造业或者其他行业是同样的道理。

虽然不如货币市场与美联储公开市场业务的连结那样直接，货币市场利率、美联储及股票价格之间的关系仍然比通常理解的更直接。如果联储要求提高保证金比例，导致短期利率上升，股票市场所受影响就会一清二楚。可以抵消直接反应的可能因素是在股市中各种报价的交易商的巨大数额，再加上市场中全部报价股票自身的巨大数额。

承销债券与股票从来就是投资银行的主营业务。当考察历史进程时，战争、萧条或严重衰退时期严重地影响正常的证券交易。但在过去

20 年间,衍生产品市场的发展已经改变了投资者和发行人对新发行业务的看法。在一些情况下,资本市场的交易可以被衍生产品市场的交易取而代之。特别是在近 10 年的发展中,最引人注目的可能就是衍生产品的活动,这是下一章的主题。

供讨论的问题

1. 如果参与首次公开发行的投资银行认为本次发行存在问题,它们将怎样确定费用结构以尽可能地回避市场风险?
2. 在新股发行中,市场稳定价格策略有何作用?它是如何完成的?
3. 何种因素导致优先收益股率降低,到了公司债券或者更低的水平?
4. 专营商的双重职能是什么?
5. 利率如何影响证券商行为?
6. 虽然二次分销可以被包装得如同新股发行,但实际上是不同的。哪些方面不同?
7. 对一家已经设立的公司股票的一次分销而言,一级市场和二级市场的关系是什么样的?
8. 为什么许多外国公司通过美国存托凭证使它们的股票在美国交易?为什么美国公司要在外国挂牌上市?

第五章　金融工程

概　述

最近50年中，在金融市场上最有创新精神的发展领域莫过于与资本市场工具有关的衍生产品的交易了。如同所有新产品一样，衍生产品既作为一种无法控制的投机手段而被人们指责，同时又作为一种省钱的套期保值技术而为人们欣赏。围绕着这最新一代衍生产品而产生的问题之一便是：它们是金融工程的衍生产品而非传统的衍生产品交易了。对于管理者来说，由于它们的复杂而使管理变得麻烦，而且它们也不易于量化。尽管种种特性与缺陷令人生畏，但对于那些已熟悉它们复杂机理的投资银行来说，金融工程及其衍生产品的交易仍然极具发展前景。

我们这里所讨论的衍生产品并不是那些出现于70年代中期的第一代衍生产品了。普通股股份期权与金融及利率工具的期货在**后布雷顿森林体系时代(the post-Bretton Woods era)**都得到了发展。而后布雷顿森林体系则是以通货膨胀、不断上升的石油价格，以及反复无常的利率为特征的。它们(上述的期权与期货)中的大部分在不同的期权与期货市场进行交易，尽管投资银行广泛使用，它们主要在各自的市场内进行交易。正是第二代衍生产品成了投资银行与商业银行共同的赢利手段。

第二代衍生产品，如名义利率互换、货币互换及商品互换都是在80年代初期出现的，而且总的来说已经成为世界最大的**无证书金融产品(certificateless financial product)**市场。它们具有期权、期货交易的

特点，同时又为那些不满足于期权期货交易所成交额的客户提供了大规模套期保值交易的手段。1980—1982年的经济衰退和通货膨胀之后的第三世界债务危机，更加显而易见地成为这些后布雷顿森林体系产品存在的理由。

如同我们在第一章中所看到的，债务危机迫使许多商业银行去重新考虑它们的利润中心以及它们帐面上所愿意承担的风险。以市场价值记帐的贷款，而后又以亏损的价格出售或者贬值，这使得银行的股东们遭受巨大损失，如1987年秋季股市崩盘之前的花旗银行就遭受了美国银行业历史上最大的季度损失。同样地，管理者们也越来越认识到问题的严重性，开始要求银行持有比以前更多的贷款损失准备金，同时要求提高资本金比率。结果是商业银行的资产负债表及损益表上的艰难业绩，这一切是由于向发展中国家的贷款出现了危机。这项曾经被认为是有利可图的工程在墨西哥与巴西的债务危机爆发之后便失去了生机，而且这使得那些商业银行用了许多年时间才得以恢复元气。

投资银行与商业银行对一项在70年代发展起来的技术格外垂青，因为这项技术作为金融创新的一种方式带来了广阔的可能性。70年代末至80年代初，许多公司不仅从债券市场上而且还从银行中借贷浮动利率债务。虽然这不失为资金筹措的一个必要来源，但对于许多公司来说，浮动利率（或称可调节的）债务在1980—1982年中的利率大幅度波动中仍显得代价高昂。简而言之，许多公司发现它们与发展中国家一样同处困境：即定期借款变得越来越昂贵。利率只要仍然不确定，整个经济的轮廓对于借款人来说就也一样不确定。

解决之道无非是清偿那些昂贵的债务，但许多情况下，这并不是一个可行的方案。汇价看涨则要求付给升水，并且还使得许多公司在清偿债务之后存在种种资金问题。更有甚者，许多贷款人并不愿意对债务重新议价，除非借款人已堕入了经济深渊，就像1982年的墨西哥一样。而这个复杂的问题将由所谓的利率互换市场提供解决办法。

利率并不是80年代初期及中期的唯一紧迫问题。由于利率的急剧变动，货币也变得极不稳定，许多情况下甚至造成跨国公司资产负债表上由于外汇头寸敞口而形成巨大损失。其中的许多公司需要在长期套期保值基础上的货币供给，只有这样，才能避免它们遭受币值急剧变动而造成的风险。以利率为例，许多货币头寸敞口数额巨大——大到无法在期货市场上消化，甚至在最长能提供12个月套期保值的传统远期外汇市场上也不行。

许多套期保值者发现期货市场需要许多他们并不具备而且也没有时间去培养的经验。期货交易中产生的风险——**基差风险（basis risk）**——并不值得浪费许多公司的时间，而且它只是一项附加的风险，虽是小风险许多公司却也不愿去承担。[①]于是由此，投资银行、商业银行与商人银行专家们开始试验，以寻找一种既可以帮助公司回避利率风险及外汇风险，同时又可以赚钱的好方法。

外汇交易是由商业银行在国际货币中心操纵实施的活动，然而投资银行也依然找到了自己的位置：作为经纪人而非市场庄家，在客户之间进行互换交易安排。所有互换交易安排的核心都是一个利率因素，这是投资银行原来就比许多商业银行同行们高明的地方。

整个80年代就是互换的年代。这个设想起始于70年代的一个相关领域，而且最终被引入了外汇及利率市场。虽然借用这个概念的领域是高度发达和精密复杂的，但原先的设想却是十分的简单，如同两队人马之间的“马匹互换”。

在70年代，许多产油国，特别是阿拉伯地区的产油国，开始与贸易伙伴建立易货协定，尤其是与第三世界国家。原油将以预先决定的价格水平与对方特定的同等价值的商品或物品互换，以避免浮动汇率的风险。易货安排方式之后则出现了所谓的**对等贸易安排（countertrade arrangement）**，这其中的交易合同是建立在对买方有利的基础上的。所谓对等贸易是这样的：一个国家中的买主与另一国家中的卖主达成协议，买主购买一定数量的商品或劳务，而卖主也要购买买主的一定数量的商品或劳务作为回报。这个协定是契约性的，并且能使买方在卖方原始订价的基础上享受折扣，而卖方在购买买方商品时则不能享受折扣。同样的，这种交易中原始买方的意图也是为了避免非单一货币的国际贸易中蕴涵的外汇风险。

对等贸易变得流行起来，与此同时互换也作为利率和币值风险套期保值的方式开始出现。从一开始，投资银行就作为互换交易的经纪人而非交易方。在80年代初期，没有人能预料到各种各样的互换交易会在机构投资者中间引起那么大的兴趣。一旦这种兴趣膨胀起来，投资银行与商业银行就不得不迅速同时采取行动以保证它们能在市场中比肩而行。这对于投资银行来讲尤为重要，因为它们的资本化程度没有商业银行那

---

① 基差风险是期货现货商品价格或收益的差异。一般来说，期货市场的基差经常存在，除非偶然情况使得期货与现货具有完全相同的价格或收益。

么高，而且它们中的大多数并没有占据外汇交易市场庄家的地位。

从 80 年代开始，互换的概念就已经成为金融工程中最为人熟知的形式了，尽管这个想法的产生是那么地简单。利率互换是最重要的互换交易，虽然货币互换同样在不同程度上存在于各种公司及中央银行。现代的互换市场实际上是一个混血儿，它结合了简单的交易技巧与灵活多变的因素，并贯之以金融工程的头衔。与早期的多种解释不同，“市场”这个词现在意味着二级或者进行交易（的市场），而“互换市场”更是从前所没有的。

互换交易在最近 10 年中的巨大成功同时也使其自身在许多方面成为受害者。立法机构的权威们已经对它们倍加警惕，特别发生了 1988—1989 年英国的互换危机之后（我们会在下面讲到这一点）。这些互换交易已演变得如此复杂，问题已经到了要问一句：它们是不是比它们希望回避的外汇敞口风险更安全一些的地步了。我们会在本章的后面深入地讨论这些问题。然而，80 年代中期以来各种各样的互换变体被设计出来，互换的总体概念已变得越来越难以总结。

为了理解互换对于投资银行和公司财务的重要性，我们必须对早期的互换工具有所理解，并由此搞明白最近 15 年中这个概念的演化。互换概念的本身被随意使用，虽然互换交易的结构早已千变万化。如同“垃圾债券”一样，互换由带有同样名字的早期工具演化而来，虽然已经几乎没人再认为那是互换的起源了。

早期的互换与平行贷款

在外汇市场上，“互换”最初意味着交易双方以事先确定的即期汇率进行的货币交换。货币先以一个特定的即期汇率进行交换，然后再以一个特定的汇率互换回来。互换背后的含义曾经（现在也是）很简单：交易双方在一定时期可以互相获得对方的货币，而在整个过程中不招致外汇风险。

如果一开始并没有确定汇率，那么如果在互换期间两国的币值突然发生变动，则交易中的一方必然遭受重大的损失。当 1972 年以前固定平价汇率体系还存在时，对于互换交易中的任何一方来讲，最主要的风险莫过于两种交易货币的其中一种的贬值或增值。当布雷顿森林体系垮台之后，浮动汇率变得极为常见，于是常见的市场波动就有可能使交易方中的任何一方的好梦成为泡影，使得就连常见的外汇交易也变得极具风险。

因此在两种截然不同的外汇体制下，互换交易具有不同的适用性。

当一家中央银行为维护货币而干预外汇市场时，下面这种互换便成了常用的手段。为了实施有效干预，它会与另一家中央银行进行互换交易，以获得干预所需的那种货币。按照预先安排的日期，它会归还先前互换交易中借到的货币，并且以一个特定汇率收回它原先交易的本国货币。整个干预过程中不需动用任何的外汇储备。实际操作中，干预行为是以互换借到的货币实施的。

交易达成时所确定的汇率就是所谓的互换汇率，这是一个今天普遍使用的名词，同时由于互换交易标的物的不同又含有不同的解释。在这个意义上，大多数原始互换曾经是(现在也是)各家中央银行之间的行为并且扮演了货币政策中的重要角色。它们没有通常的货币政策工具那么广为人知和显而易见的原因，主要是由于它们是用来影响汇率的，而非直接作用于利率。用于公司体系的互换交易则归功于中央银行的示范作用。具有讽刺意味的是，在二战后各国纷纷设立外汇及资本管制以保护本国货币的情况下，这些互换交易用于规避各国中央银行设置的种种限制。

最初，在公司市场上这项技术被称为**平行贷款或背对背贷款(parallel 或 back-to-back loan)**。在英国及许多同样具有外汇管制保护措施的国家，它都得到了广泛的应用。由于很难在不被限制或处罚的情况将资金来回转移，在这些外汇管制国家经营的跨国公司就不得不想方设法利用那些“封闭货币”，以保证生意能够继续运行下去。而英国商人银行则很善于运作这种平行贷款，并为本国及其他的跨国公司服务。

这种平行贷款是分处两个不同国家且又有各自的子公司在对方国家的两间公司之间的私下协议。一家子公司的母公司为另一家公司的子公司进行正常贷款，这样接受贷款的子公司的国外母公司就不必冒着破坏外汇管制的风险向自己的子公司转移资金。同时反过来，接受贷款的公司的母公司将给在其国内的发放贷款公司的子公司注入同样金额的一笔贷款。这样的话，资金问题通过贷款得到了解决而避免了转移资金。这种交易是私下进行的，以商人银行或投资银行作为交易的牵线人或经纪人。

在这笔交易中，互换就实现了。当贷款期限结束，双方将进行反方向的交易，交易帐户随之就关闭了。外汇汇率是预先确定的，因此在交易中没有哪一方会遭受损失。一种货币与另外一种货币进行互换交易，这样就减少了外汇风险，突破了外汇管制，使得正常的生意能够继续运作下

去。

尽管平行贷款几乎是与外汇管制正面交锋，甚至连立法机构的权威们也认识到它在外汇管制的国家帮助了那里的境外投资。它协助提供了可行的方案，使得交易方在次优条件下获得了所需的货币，极大地促进了国际资本流动。但是它与现代互换交易的特点区别之一在于二级市场：原始的平行贷款只是两家公司和它们的银行之间的私下合约，只在原始交易双方的帐户上有所表示。

布雷顿森林体系崩溃后的几年中，跨国公司所面临的金融风险莫过于币值风险了。但是当70年代后期通货膨胀与利率上升到新的水平时，利率风险也成为不容忽视的问题。新的金融期货市场证明：利率风险可以进行套期保值，但结构性问题仍然存在。考虑到期货市场的特性与交易机制，套期保值只能在短期内进行。一家公司如果要对超过12个月的长期利率进行套期保值，顶多会使自己陷入某种非常复杂的商品类展期，而这种展期也只不过是在保证原始的套期保值价格不被破坏的条件下让合同继续下去。只要其他的套期保值方法还存在，这样的套期保值手段就不够尽善尽美，原始的最终用户并不比投资银行与商品交易商们更熟悉它。

由于债务危机与历史性的高利率同时发生，人们就更需要一种比短期套期更好的交易来维持某个避险价位。这时，互换交易与平行贷款就发挥它们的作用了。平行贷款可以提供适合交易双方要求的期限，而不是只适合于商品期货交易所里的机制。而互换交易则向人们证明，它可以使交易双方充分发挥各自货币的生产有效性，而在其使用期间汇率将保持不变。简而言之，互换为套期保值者提供设计者预想的便利措施，而期货市场则为标准交易程序提供标准合约。

1979年秋天美联储宣布了它的新货币政策之后，利率就开始坚定不移地上浮。以往，联储对付通货膨胀的手段无非是提高再贴现率，希望通过提高从贴现窗口借出准备金的成本而减缓银行向其借款。这项新货币政策呼吁运用更多的公开市场操作手段来控制整个体系中的银行准备金数量，而不像以往那样把重心放在再贴现率上。这项新政策使得许多公司和金融机构承担了相当的风险，因为利率总是在快速的变化中，相当一部分公司和金融机构还只是设计套期保值战略的新手。结果，在抵押市场多年个案实践的基础上，利率互换的概念出现了。这个设想也很简单：两个持有不同债务的借款人将他们的应付利息互换。这种方式只影响资金流动，而不会影响原始负债的本金数额。

标准互换与货币互换

最初出现的利率互换被称为**简单的香子兰互换或标准互换(plain vanilla swap)**。这个名词至今仍在被广泛使用，同时一些相当复杂的互换市场变化也被包括了进去。开始，投资银行在两个借款人中间安排这种简单的互换：一方持有浮动利率的债务，而另一方持有固定利率的债务，或者说直接的债务，也就是持有低息息票支付的负债。通常来说，前者并没有后者的信用等级高。

两个借款人拥有较高信用等级的一方能够以相当好的利率借到中期借款。在早期的互换市场上，超过5—7年的长期互换并不常见。浮动利率借款人通常比另一方低几个信用级，因此它只能获得浮动利率的借款，而这种贷款的利率通常是在伦敦银行同业拆放利率(LIBOR)的基础上加一个预先决定的差幅，3个月或者6个月的欧洲美元贷款利率都一样。这种情况有助于强调债券市场上的基本信条之一，那就是：次高信用级的借款人，有时是新入市场的借款人，通常只能得到浮动利率的长期贷款而不是固定利率的贷款。许多情况下，这种与变动的成本相联系的不确定性成为了进入市场的一种仪式。[①]

两个拥有不同品种利息的借款人构成了互换交易，但在正式成交之前还有许多问题有待解决。首先，如果在互换期间一方违约怎么办？其次，所进行的互换是包括债务的本金呢，还是只包括利息支付？第三，也是最重要的一点，如果一方突然改变了主意而要终止合同怎么办？

互换交易能够满足直接交易双方的经济利益，同时投资银行家们也看到了其中的潜在利润。原始的互换交易本身与包销协议毫不相干，投资银行将双方牵到一起并设计互换交易的顾问行为成为它们盈利的来源。同样，商业银行也发现了类似的潜在利润，它们可以作为互换交易的担保人，可以在交易有效期内按年度收费。

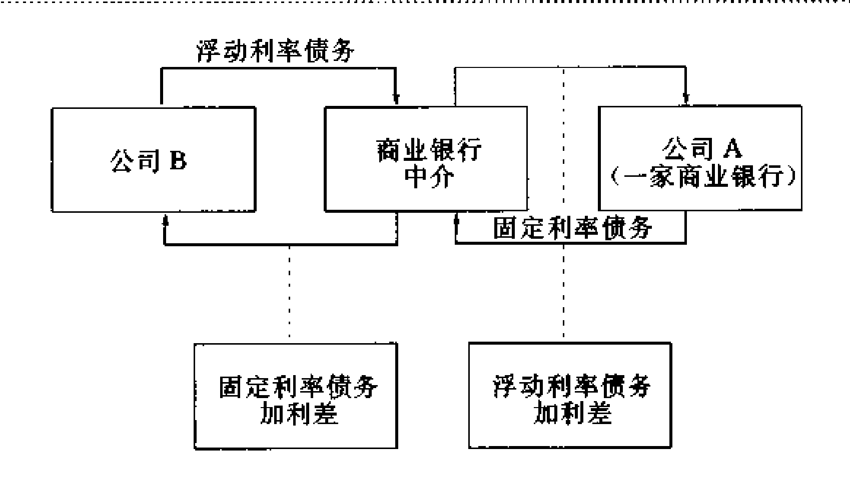
标准互换交易中有四个主要角色。其中有交易的双方，他们由一家投资银行或是商业银行的一家附属商人银行提供顾问。同时，还有一家商业银行提供担保。如果互换交易设计得好，交易的双方就会在过程中降低资本成本。顾问方将得到它的酬劳，同时商业银行也将得到它作为

① 在一些情况下，这被认为是两个借款人行使比较优势原则的例子：这就是说，每个借款人都尽力争取最好的利率条款，然后再把利息支付互换。然而，因为较低信用等级的一方在此例中确实选择不多，换句话说，与其是优势不如说是必要。

担保人的年率酬金。就算这些费用全加起来，也比交易双方原先在他们的债务上要支付的利息便宜得多。

图 5-1 中，我们可以看到一个标准互换例子。在这个例子中，借款人 A 的帐户上有每半年付息年率 8%的 10 年期固定利率债务，而借款人 B 的帐户则有 6 个月 LIBOR 加 5/8%的 10 年期浮动利率债务，现行的 LIBOR 为 6%。而 8%的固定利息是对于 AAA 信用级借款人适用的，以 LIBOR 加 5/8%的利率则普遍应用于 BBB 信用级的借款人。现在，借款人 B 眼下对 6⅝%的利率很满意，但是他认为利率在将来一定会上涨。于是他希望把浮动利率换成固定利率，这样的话，他就可以确定所筹资本在余下的债务期间内的成本了。

图 5-1
利率互换



如果双方就这样进行互换的话，借款人 B 明显比借款人 A 得到的好处更多。所以，双方还是应该在互惠的利率水平上进行互换交易，这时就需要顾问方大显身手了。因为交易双方可能并不知道对方是谁，因此投资银行的任务就是要把交易安排得让双方平等互利。否则借款人 A 就没有什么积极性了。为了使双方平等互利，投资银行就要把交易安排得既新颖，又要比借款人自己去安排交易便宜。

比如说，我们假设借款人 B 能够以 11%的固定利率借到款。同样如果借款人 A 也能够以浮动利率借到款，假定它的利率为伦敦银行同业拆放利率再加上 1/8%的利差。既然借款人 A 是属于 BBB 信用级，那么在没有进行调整的情况下，任何一个 AAA 信用级的借款人都是不会接受这种互换交易的。所以，一场公平的互换交易安排借款人 A 承担起借款

人B的浮动利率债务，而借款人B仍应保留承担浮动利率债务中的一部分，以便在借款人B承担起借款人A的8%的利息之后再加上去。

于是如同我们在图中所看到的，在这场交易中，借款人B承担起借款人A原来8%的固定利率债务，同时保留承担其原来1%的利率，那么在整个互换交易期间，它的利率水平将维持在9%不变。而借款人A则会承担起**伦敦银行同业存款利率(即欧洲美元存款利率)(LIBID)**减去1/4%的浮动利率(LIBOR比LIBID高出1/8%，所以新利率等于LIBID减去1/4%)。这样的话，对于借款人A来说，其借款利率就比按现行市场成交的浮动利率低了整整1/2%。

但是请注意，无论互换交易安排地如何精明，交易双方所需支付的利息总额仍保持不变。也就是说，原来双方需要支付14⅝的利息，在互换交易之后，双方仍需支付总额为14⅝%的利息：借款人B支付9%而借款人A则支付剩下的5⅝%，也即LIBID(5⅞%)减去1/4%。但最重要的是，双方都可以通过互换交易优化各自的收益曲线，而且与从债券市场集资相比较，利息要低得多。

整个互换交易中必须有担保银行的保证，在互换协议中也是如此规定的。担保银行是根据互换交易的风险来收费的。对商业银行来说，最初这种费用收入实际上是一种恩惠，因为它可以收入这项费用而根本不需要在资产方列帐，而且这种互换担保曾经而且现在也仍是帐簿上的一项或有负债。刚开始的时候，银行收取这种费用可以不招致管理层的审查，而这些年来管理层一直要求银行提高帐簿上资本总额相对于贷款的比例。尽管最终管理层还是要求银行对这种帐外债务进行计帐，但是互换交易市场的稳固地位却也已经确立起来了。

互换安排也被正式地称为互换协议。每一份协议都由交易各方依据应负责任来签署。图5-2是一份互换协议例子。这些协议并不改变交易各方原先筹措的债务；它们只是授权将支付给银行的利息改变一下方向，并确保以正常方式及时支付给债权人。债券的原始持有人可能并不知道，借款人将原先的利息支付做了互换交易。

互换交易双方可能知道，也可能不知道对方是谁。由于它涉及资本市场的交易，或者为交易而设计，亦或只是为了满足另一方的需要，这种互换交易与债券市场上的一级市场交易相似。也许我们称它为**原始互换(origination swap)**更为合适。随着市场的发展，这种互换交易也许会在许多情况下被类似二级市场交易的互换取代。

标准互换与随后的各种互换一样，为公司从债券市场上借贷资金提

图 5-2
互换协议



MASTER AGREEMENT

dated as of ....

.... and ....

have entered and/or anticipate entering into one or more transactions (each a "Transaction") that are or will be governed by this Master Agreement, which includes the schedule (the "Schedule"), and the documents and other confirming evidence (each a "Confirmation") exchanged between the parties confirming those Transactions.

Accordingly, the parties agree as follows:—

1. **Interpretation**

(a) ***Definitions***. The terms defined in Section 12 and in the Schedule will have the meanings therein specified for the purpose of this Master Agreement.

(b) ***Inconsistency***. In the event of any inconsistency between the provisions of the Schedule and the other provisions of this Master Agreement, the Schedule will prevail. In the event of any inconsistency between the provisions of any Confirmation and this Master Agreement (including the Schedule), such Confirmation will prevail for the purpose of the relevant Transaction.

(c) ***Single Agreement***. All Transactions are entered into in reliance on the fact that this Master Agreement and all Confirmations form a single agreement between the parties (collectively referred to as this "Agreement"), and the parties would not otherwise enter into any Transactions.

2. **Obligations**

(a) ***General Conditions***.

(i) Each party will make each payment or delivery specified in each Confirmation to be made by it, subject to the other provisions of this Agreement.

(ii) Payments under this Agreement will be made on the due date for value on that date in the place of the account specified in the relevant Confirmation or otherwise pursuant to this Agreement, in freely transferable funds and in the manner customary for payments in the required currency. Where settlement is by delivery (that is, other than by payment), such delivery will be made for receipt on the due date in the manner customary for the relevant obligation unless otherwise specified in the relevant Confirmation or elsewhere in this Agreement.

(iii) Each obligation of each party under Section 2(a)(i) is subject to (1) the condition precedent that no Event of Default or Potential Event of Default with respect to the other party has occurred and is continuing, (2) the condition precedent that no Early Termination Date in respect of the relevant Transaction has occurred or been effectively designated and (3) each other applicable condition precedent specified in this Agreement.

供了一种新视角。通常，如果借款人在款项借到后改变了想法，清偿债务的方法无非是启动**早赎条款**(call feature)或者是通过**购买基金**(purchase fund)来逐步清偿。而现在，互换协议则允许保持债券基金不动而只是变动它的支付方式。这种特殊视角的灵活性使借款人能够最佳地使用他们借到的资金，而又不会为债券持有人增加风险。

随着70年代末80年代初许多公司在债券市场大量融资以及金融工程继续制作符合设计者特征的债券，利率互换交易的数量也在不断增长。我们可以从表5-1中看到这一点。而另一种基本的互换交易，**货币互换**(currency swap)出现之初就成为市场中的中流砥柱，并且在整个互换交易活动中占了1/3。

表5-1

未结清的利率互换和货币互换

单位：10亿美元

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
新利率互换	388	568	833	1264	1622	1940 *
新货币互换	86	124	179	213	328	392 *
未清算金额	393	636	940	1413	1922	2328
总额	867	1328	1952	2890	3872	4660
来源：						
交易商	144	222	368	546	865	1090 *
公司	86	127	186	286	362	457 *
其他	244	343	458	645	723	785

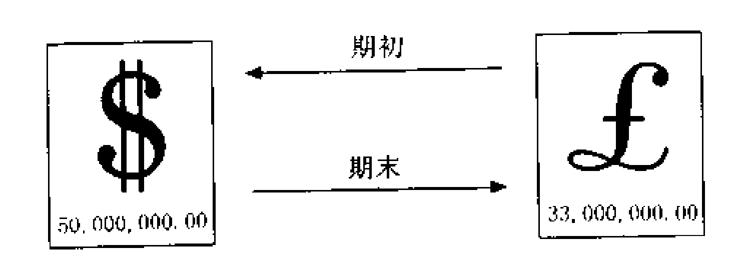
* 估计的分配额。

资料来源：国际互换与衍生工具协会。

以平行贷款的原理为基础，货币互换将两个具有不同外汇需求的借款人联系到一起。我们假设借款人A是一家持有英镑的美国公司，而它只想把英镑换成美元。而借款人B则是一家持有美元的英国公司，它需要英镑。如果不发生特殊变化，我们可以清楚地看到互换交易的可能性。

那家美国公司会用手里的英镑去换英国公司手里的美元。两家公司会承担起对方的利息，然后再以最初交易时使用的即期汇率(英镑/每美元)把货币交换回来。通过这样的方式，即使即期汇率发生变化，也没有哪家公司会遭受损失，而实际上即期汇率几乎总是在变化中的。从最简单的意义上讲，两家公司只是为了资本投资而把自己不需要的换成自己需要的。我们可以在图5-3中看到一个货币互换的例子。

图 5-3
货币互换



货币互换与利率互换一样，同样被交易双方的机会成本所驱使。为什么？大家也许会议论，为什么那家需要英镑的公司不在外汇市场上卖出美元以满足它的需要呢？为什么在外汇市场已经能够应付跨国公司的货币需求时还要通过货币互换这样一项复杂的技术来进行交易呢？

答案已经部分地超出了我们现在所讨论的范畴，但是在决定到底是互换交易还是直接卖出中起了重要作用的是会计原则。1982 年以来开始使用的会计准则要求公司将全部外汇收益与外汇损失都要记录在资产负债表上，而不管前一财政年度中是否有实际的外汇交易发生。结果，为筹措海外资本而进行的外汇买卖比乍看上去要复杂得多。货币互换，与以前的平行贷款一样，降低了必须在外汇现货市场上进行的外汇交易笔数。

商业银行也在货币互换中扮演着重要角色。显而易见，这种互换协议同样涉及了我们讨论过的本金偿付问题。而现实中，我们最为重视的是利息支付。如果汇率继续浮动，那么双方互换的利率可能是固定的，而双方互换交易的实际即期汇率实际上仍然是不确定的。所以，任何互换交易中最重要的并非本金而是实际应支付的利息。这对于利率互换与货币互换都是一样的。

假定一笔借款人只是为了进行互换而互换，而不带有任何特定的资本需求的交易，那么这一点就能够看得很清楚。如果意图借到瑞士法郎以便能够利用其较低的利率，那么外汇风险就很明显了。如果一家美国公司因为瑞士法郎的利率比美元利率低 4% 而去借瑞士法郎，那么只要汇率不向不利于借款人的方向变动，借款人得到的好处是巨大的。互换交易则以一个确定的价格而回避了汇率的不确定因素。如果两种交易货币间的即期汇率能够由第三方担保，则这场互换交易就会产生最大的经济价值。

与利率互换所不同的是,货币互换确实包含了交易双方的本金交换。由于利息支付计算是基于相同金额的款项,拥有相同货币的交易双方只是出于利率目的进行互换,而并不涉及本金的交换。那种类型的交换只是在交易各方之间强调某种确定汇率的重要性,交易各方包括担保人和实际交易者。

在70年代中期和后期,许多公司经历了未套期保值的货币风险,并且遭受了惨重的后果。于是,最初以平行贷款代表的互换交易概念迅速成为对长期货币风险进行套期保值的一种手段。而作为担保人的商业银行也在远期外汇市场上释放掉它们所承担的风险。每年的收费费率是以它们在提供套期保值便利中所察觉到的风险为基础计算的。

标准互换与基本货币互换表明,借款人愿意去借那些他们并不需要的金融工具,以便换回筹措资本所需要的工具。但是,互换交易并不是一个静止的概念。利率水平与货币汇率必须随时变化以便互换交易总是有效。货币互换的核心是利率互换。除非美元利率更低,否则一家公司是不会愿意去借瑞士法郎而换回美元。在某些情况下这就要求公司具有相应货币的头寸,并能预测有关汇率的变化。

这里讨论的几种互换只是最容易理解,但决不是现有交易类型的全部。许多原始的互换交易都被加以修改,而一个全方位的互换市场迅速地发展起来。在这个市场中,实际上是一个二级市场,交易商报出价格并在此基础上以一种金融工具交换另一种金融工具。但相对于整个互换市场的复杂性来说,这些简单的互换交易通常只是为了基本描述的目的才使用。由于标准互换已经成了典型的互换,各种变化形式变得更加复杂了。

互换的变化形式

80年代中期90年代初期,互换市场总体上并没有什么发展。表5-1给出了1992年前六年里未结清互换交易的增长情况。在所估计的当年新开的2.3万亿美元交易中,大约一半是以美元标价的利率互换。几乎有4千亿美元是各种各样的货币互换交易。市场各部分交易量的增加反映了利率的变化与货币汇率的大幅度波动,特别是由于那段时期美元利率走低而造成美元波动及美元币值下跌。

除标准利率互换之外,还有大量其他类型的互换交易,它们囊括了任何可以想像得到的债券与利息的结合,组成了千奇百怪的互换交易混合

体。但是抛去可能性不谈，互换协议必须面面俱到，包括交易双方债务的全部特点。从这个意义上说，互换协议与债券契约书一样明确而具体，尽管如我们在前面所讨论的，它们并不是进行替换而只是通过付款代理人而改变利息支付方向而已。

更为复杂的一个问题是浮动利率付息人的债务特性造成的。用于计算定期付息额的参考利率可以是以下任何一种标准，这是从市场或参考银行中选出的：

30 天期的伦敦同业拆借款利率(30-day LIBOR)

90 天期的 LIBOR

180 天期的 LIBOR

30 天期的国库券利率(30-day Treasury bills)

90 天期的国库券利率

180 天期的国库券利率

90 天期的商业票据利率(90-day commercial paper)

180 天期的商业票据利率

以上标准以 LIBOR 与国库券利率最为常用。如果一家公司对银行债务进行互换交易，那么除了欧洲美元利率外，首选的标准就是优惠贷款利率。互换交易中其他的变化因素有支付频率(每月、每季度、还是每半年)和某一时期浮动利率的定息日期(期始或期末)。

互换的另一固定利率方就没有那么多的选择了，但它仍然比单纯的债券复杂得多。互换交易中借款人可以使用的固定利率有以下几种：

零息票债务(Zero-coupon debt)

可赎回债务(Callable debt)

原始发行贴现(Original-issue discount)

以新债券支付(Payment in kind)

比较这两个系列，我们就会更清楚地看到互换的可能性，同时也说明除了以前讨论的标准互换之外，互换还可能有多少种类型。尽管排列组合变化繁多，但是只要交易商能够为其找到某种用途或者在市场上对其作以区分，并对它的风险进行保值的话，一笔互换交易就能成交。

互换协议书确定了互换交易的特征，它规定了利息的计算、支付日期、**固定金额(fixed amount)**、**名义金额(notional amount)**、**浮动金额(floating amount)**、期间结止日期、利息计算期间、利息计算代理商以及预付条款。所有这些项目都必须与互换交易者的意图相符合，尽可能地节约利息成本。从交易者的角度来看，互换机制的全部因素都非常重要。

即使以上因素都能够很好地执行，但互换交易中仍然存在着投机性，它既有损于又有利于互换方。换句话说，如果交易者选择的是风险性的互换而非套期保值性的互换，那么互换交易仍然会给交易者带来风险。这一点我们从80年代末发生在英国市场上的第一桩互换交易丑闻中看到。

1988—1989年，伦敦汉默尔史密斯区和福尔姆区（the London borough of Hammersmith and Fulman）的审计人员发现它参与了无法用单纯的套期保值理由解释的互换交易，互换的投机性由此就开始暴露。当时该区的预算只有8500万英镑，但它的未结清的互换的名义价值却达60亿英镑。据此可以认定，它进入市场的目的根本不是套期保值，纯粹是投机，因为未结清余额远远超出了其行政的需要。

英国裁定法院宣布，汉默尔史密斯区没有权利并且也没有正当理由参与互换市场，因此其所参与的全部交易均为无效。于是，招致的损失只能由参与其互换交易的银行承担。这一灾难迄今为止仍是互换市场历史上最大的一次，结果银行损失了大约10亿英镑。尽管法院的逻辑令人费解，但这个事件无疑说明了即使在很简单的一笔互换交易中，都可能存在这样或那样的风险。

人们也许会问，为什么为降低成本而设计的互换交易会给双方带来风险呢？实际上，风险有两种：互换者的运作风险和中间商的敞口风险。后者是银行监管当局所关注的，尤其是汉默尔史密斯事件发生之后。但运作风险却在设计时就已存在于互换机制中了。

互换交易的例子往往忽略了投机性。让我们继续以前面的例子来说明，不是为套期保值的交易方是如何参与互换交易的。假设借款人A正以8%的固定利率支付10年期的贷款，它与借款人B进行互换交易以获得基于6个月期LIBOR的浮动利率。为什么这样的高信用级借款人会用相对低廉的固定利率资金去交换没有固定成本的浮动利率资金呢？表面上看，它已经通过取得一笔低成本的资金而达到了目的。

问题的答案可分为两类：第一，这个借款人可能是一家商业银行，没有必要像其他借款人那样躲避浮动利率债务。银行总可以把款项加上比LIBOR还高一些的利差贷给它的借款人，从而赚取一笔利润。第二方面的理由则是投机了。借款人可能认为利率会降，如果利率真的降了，这样做就有可能同时赚上一笔钱。

当一笔互换安排成交时，借款人同时成为资金的付方和收方。所以当借款人A以规定的利差支付浮动利率的利息时，它同时会收到借款人

B以固定利率支付的利息。反之,对于借款人B也是如此。如果在互换交易期间长期利率下降,从借款人B那里收到的支付款项就远大于支付浮动利率债务的款项了。即使短期利率一点也不下降,借款人B也不会比它在交易之初的处境差。如果短期利率与长期利率都下降,那么借款人A在交易中就可能盈利。

在这个例子中,借款人A投机于收益曲线的未来走势。它这么做的理由可能是多样的或者复杂的,但策略的中心是对未来利率的看法。在货币、债券或者期货市场上,投机者希望超买一种证券,这样的话,当利率下降他们就会盈利。在某种意义上,利率互换是一种将固定利率的利息(也可以称作一种负债)变成资产的方法。借款人A不再超卖其8%(其实还应包括附加利息)的利息,而是将它们作为资产收回。在有利的情况下,利率将会继续下降,那么浮动利率的利息支付就会降得更多。这样,借款人A就会从中盈利。

尽管在多种多样的债务工具中都存在互换交易,但关于利息支付的战略和看法常常决定了借款人要选择什么样的互换交易。这就要求借款人对信贷市场上诸多信用工具有一个深刻理解。除了掌握各种类型的债券、它们的支付持点和税收内涵外,借款人也必须知道利息是如何计算的,还要知道用不同的方式支付利息的含义。

另一种带有更多投机因素的互换变形是**数量互换(quanto swap)**,这是根据一种货币支付利息,而根据另一种货币收取利息的互换。如果一家公司认为美元利率会下降,那么它会愿意以LIBOR基础的计算公式支付利息。如果认为英镑利率会上升,那么相反,它会愿意收取以英镑利率支付的利息。如果预期正确,那么支付的成本就会下降,而收取的利息就会增加。基本上说来,它是以一种货币对另一种货币的收益曲线的未来走向作赌注。而从技术上来看,其中一方或者双方可能对英镑本身都没有实际需要,那么利息支付就可以只是把英镑利率作为参考利率而用美元支付。在后面的例子中,这就是**差别互换(diff swap)**。

并不是说只是因为每一个互换交易者都对利率有自己的看法,所以他们对于信贷市场和外汇市场的影响就必然证明他们的看法正确。许多知名的公司都失利过,除了汉默尔史密斯事件之外,近来表明即使有时良好的意图也会出现偏差——如果交易者的投机地位没有逆转或没有部分保值的话——仍然会造成巨大的损失。

如前面所提到的标准互换,尽管它可能是为了减少成本而进行的,但它仍可能带有风险因素。这样来说,利息计算的方法就变得非常重要了。

对于交易者而言，即使不改变互换交易的各种条款，而只是改变一下利息计算期间就可能造成大为不同的结果。

例如，如果交易方决定将浮动利率部分的定息日期设在期末而非期初，那么标准互换就变成了**延迟互换**(**arrears swap**)。如果在6个月期间内利率下降，那么持有浮动利率的付款方则会省一笔利息，而收款方则会少收一笔利息。相反，如果利率上扬，那么浮动利率付款人就失掉了他原本可以按传统在期初决定利率的优势。在这个例子中，即使是标准互换也有投机的余地。

界定互换市场上的投机并不像期货市场那么简单，期货市场的大厅交易商本来就以投机活动而著称。在这些例子中，公司及其交易商是主要的参与者，而对公司来说，投机并非惯常的操作程序。几乎所有公司都对利率和汇率走势有自己的判断。由于认识到将来可能发生的事情会不同程度地影响其经营，许多公司会选择貌似没有保值的交易头寸，因为它们的正常经营风险常常会为互换市场上的交易提供反向头寸。那么，唯一的问题就取决于市场中形成的敞口头寸的大小了。

计算未清算互换交易金额的标准方法是统计交易双方中一方的本金。仍然使用原先的例子，如果借款人A与借款人B互换了各自1亿美元本金的利息，那么这场交易就是1亿美元的交易，而不是2亿美元。我们在表5-1中所看到的数额就是这样统计出来的。然而，如果从更广泛的意义上理解，这种总额就有一点不准确了。本金数额只是利息支付额的基础。因此，对于本金为1亿美元而交易双方要支付共计14⅝%利率的互换来说，把实际交易金额确定为14 625 000美元而不是1亿美元也许更为合理。

如果交易一方违约，担保行就会遭受重大的损失，是否1亿美元都会被牵扯进去却仍值得讨论。但对于债券而言，交易涉及的名义数额成为量化互换交易的唯一标准方法。从会计角度来说，担保行必须将这些或有负债以合理的方式记帐，记帐必须使用上面所说的名义数额。如果考虑到某些交易者或担保银行全部的资产负债表内容，这种统计方式会使得未清算数额相当巨大。

例如，像花旗银行或J.P.摩根银行这样的货币中心银行具有远远大于其资本或资产的互换负债。某些情况下，互换交易总额可能是总资产的四到五倍，如果以资本金为基础，倍数就更大了，有时几乎是100倍。商业银行与投资银行所不同的是，它在市场中同时充当担保人与交易商的角色。敞口头寸数额的规模已经引来了中央银行管理者们的更多审

查,尤其是有关银行资本金比例的巴塞尔协议(Basle Agreements)生效以后。该协议是1988年在国际清算银行签署,1992年起全面生效。

从商业银行的角度来看,一笔互换协议就是一笔利润,而不同于以往的业务只是为了获得利差,所谓**利差(spread)**就是赚取资产收益利息与由于负债支出利息之间的差额。这样的话,互换交易就开拓了商业银行领域的一片新天地——交易,这使商业银们摆脱了传统的利差银行业务,从而走向多样化。从管理者的角度看,互换协议对于银行的资产负债表有巨大的潜在危险,因为它使银行的收费业务承担了巨大的潜在风险,而实际上这种收益并不如银行依靠资产而获得的收益大。例如,一家银行以10%的利率对外贷款而付给存款人7%的利息,这样在刨去费用之前就获得了3%的利差。如果同一家银行为一笔收益率1/4%的互换交易进行担保,而在将来的某一天它被要求承担直接债务的话,那么它面临的或有负债将是巨大的。

银行争辩说,互换业务是批发业务,当然会比零售业务需要更大的本金,而赚取的利差相对微小。银行还认为,互换业务与运用多年的传统信用证业务并没有什么本质区别。然而管理层则以汉默尔史密斯事件为由,指出风险会以互换的任何一方都没有预料到的方式出现。

对于成功地操作互换交易的商业银行与投资银行来说,互换交易是极具诱惑力的。但实际上,真正获利的投资银行要比当初想象的少。虽然多数货币中心银行和它们的对手也已经建立了互换交易系统,但市场中真正重要的竞争者似乎也不超过25个①。

在最近的12年中,无论是从机构角度还是名义交易金额角度,互换交易都在极快地发展着。投资银行对于市场的影响力也已经削弱了,不如早期与债券包销业务(尤其是欧洲债券市场的业务)紧密相联时的影响力那么大了。尽管仍有些投资银行能够保持强劲的活力和影响力,但互换市场在变化,新的特点表明并不是所有的投资银行都能够满足最终用户的崭新需求了。

迅速变化的互换市场已经动摇了许多投资银行在市场中的前沿地位。在市场的早期,投资银行可以从一笔新债券的发行中盈利,而互换业务的利润却来自于为客户寻找交易伙伴,有时从交易伙伴的承销费里赚

① 参见 Robert Aderhold, Ethan Heisler, Ricardo Klainbaum, and Rober Mackiatish, "Competitiveness in the Global Swap Market", International competitiveness of U.S. Financial Firms: Products, Markets and Conventional Performance Measures (New York: Federal Reserve Bank of New York, 1992):42.

取。商业银行被限制住了，至少在美国是这样，它们安于收取安排人与担保人的费用。但是，随着市场名义交易金额的膨胀，最终客户们对市场变得更加老练，开始单凭银行的收费作为根据寻找专营某部分交易的银行。随着市场的成熟，新兴市场的大量利润只能由大的互换交易商中更富效率者享有。

互换的用途

前面的讨论曾经指出，自 80 年代中期以来，互换市场发展迅速。互换的用途也就从与资本市场相联系的操作走向了更为广阔的公司活动领域，包括公司最终客户的资产负债管理①。这种最终客户是造成互换市场飞速发展的首要原因。

互换交易的使用者从跨国公司到只有零星国际业务的客户都有。各种行业的公司，包括制造业、金融服务业以及娱乐业这样多元化的公司都是互换市场的积极使用者。福特汽车公司(the Ford Motor Company)的报告表明，互换负债平均占其总资产的 10%到 15%。货币互换占了很大比例，这是公司利用互换及远期交易对其海外业务的外汇敞口头寸进行套期保值的结果。

另一个活跃在利率互换与货币互换市场上的公司型例子是学生贷款营销协会(Student Loan Marketing Association)，简称莎莉·梅(Sallie Mae)。由于该协会从银行或其他债主手里购买政府担保的学生贷款，所以它的筹资和相关业务主要在国内。然而，它同样进行了一定数量的货币互换交易。一般来说，莎莉·梅的互换交易额要比福特公司的交易额大，占到总资产的 50%～70%。由于莎莉·梅没有海外业务，所以也就没有外汇敞口头寸的问题，那么它的互换业务就只是为了降低美元借款资金的成本，而非其他目的。既然莎莉·梅主要购买政府担保的学生贷款，业务的主要风险就是利率变动的操作风险了。上述保值操作将能降低风险并因此而降低筹资成本。

另一位积极的资产负债管理者就是沃尔特·迪斯尼公司(the Walt Disney Company)了。过去多年间，迪斯尼公司的互换负债约占其总资产的 33%，由于其日益增多的国际业务，该公司同时进行了利率互换和货币互换交易。它的货币互换用来减少海外业务的外汇敞口风险，主要是

① 同上书，第 48 页。

日本和法国的迪斯尼主题公园，同时也减少了利率敞口风险。许多参与互换市场的公司都认为，这种降低利率风险和货币风险的设想十分诱人，而对作为交易对手的银行来说，互换交易是一项富含潜在利润的客户服务[①]。

从我们讨论过的例子看，由于各公司资产负债表上的差别，它们有各种各样的互换及衍生产品市场的敞口头寸。问题就在于，在一家公司濒临金融险境之前，它能在帐面上承担多大的互换交易风险？换句话说，我们如何能够真实地量化互换交易风险？这个问题无论是对于资产负债管理者，还是对于使用原始互换的客户或者提供担保的银行来说，都同样存在。这个风险究竟是帐面上名义互换交易的金额，还是仅仅是名义交易金额的利息呢？

最近，一家纽约城市银行的财务主管承认他们操作了一笔有相当风险的互换交易，最后决定在市场上处理掉。经过近两百次的互换交易，敞口风险终于被稀释了。这种交易的复杂性更加强调了商业银行作为担保人、交易商和资产负债管理者身兼数职的地位的重要性。这种复杂交易只是强调了市场所引出的问题，如果最终客户有正当理由声称其敞口风险已全部消灭，那么经过上述这类数量的交易，名义交易金额是成倍增加还是增加一半，或者是一点都不增加呢？或者更简单的说，如果像上述的一笔交易出了差错，究竟多大一笔金额会被牵涉进去呢？

在公司财务方面，许多有未清算债务的公司都利用衍生产品市场来筹集现金，用以冲销来自债务的现金需求。例如，持有附加早赎条款的在外债券的公司也许能够利用衍生产品市场筹集资金，以便对早赎条款执行的可能性和费用进行套期保值。这就是所谓的**内含选择权的货币化(monetizing an embedded option)**[②]。

例如，假定某家公司对某种发行在外的债券设定了赎回的条款，允许公司以债券票面价格的105%买入10亿美元的债券。如果债券发行后利率下降了，这家公司可以撤回发行的债券，但是执行这一买入期权会损失500万美元。为了冲销这种风险，公司可以卖出一个利率上限买入期权，或者买入一个"利率下限卖出期权。卖出利率上限期权可以立即筹集

---

① 表5-1表明，公司虽然是互换市场的主要使用人，而互换的创始人仍然是金融机构，在它们内部之间进行了大部分的交易。

② 参见例证 John F. Marshall 和 Vipul K. Bansal, Financial Engineering (Boston: Allyn & Bacon, 1992)第15章，术语**内含选择权(embedded option)**已成为金融术语的一部分，以区别此案例中传统的早赎条款与利率买入期权本身。

到现金。购买期权的投资者假定，这些买入期权临近到期时，价值会上扬，那么他们就可以获利。假设这些利率上限期权（买入期权）并没有被使用，这家公司在期权作废后就可以自由地使用出售期权筹集的现金支付执行早赎条款的损失。如果利率的确下降了，那么卖出期权就会比公司最初买它时更为值钱，这样的话同样可以冲销早赎债券的损失，这种情况下公司通常会将期权卖回给最初提供期权的那家商业银行。

交易商的盈利能力

在过去的几年里，商业银行由于抛弃纯粹的以资本市场为基础的经营观念，转向资产负债管理，因而能够在互换交易市场中占有更多的份额。这种趋势加剧了交易商之间的竞争，并使得市场上出现了专门操作不同互换产品的交易商。尽管如此，交易商获取利润的方式在本质上都是相同的。

举个例子来说，假定某互换交易商对以国债利率换 LIBOR 的标准互换作出如下相应于国债利率的利差报价：

期限（年）	买入-卖出报价（基本点）
3	50 - 35
5	60 - 45
7	70 - 55

该报价代表交易商对于不同到期日的互换所要求的相应于基础利率的利差。买入价与卖出价之差就是利润，这与证券或衍生产品市场是一样的。

我们以 3 年期国债的互换交易报价为例，交易商愿意以高于国债利率 50 个基本点的价格卖出 LIBOR 的浮动利率债务；以高于国债利率 35 个基本点的价格卖出固定利率债务买入 LIBOR 的浮动利率债务。如果交易商信用等级相当，以浮动利率换取固定利率的交易商会以上面的卖出价买入固定利率债务。随着市场越来越有效率，这种交易的利差就越来越小。同样，提供相同利率报价的交易商越多，这种利差就越小。拿国债市场来说，利差越小，交易商就要做越多的交易以保证能够获利。

在市场上进行交易的时候，信用状况是最重要。对交易商来说，尤其如此。由于越来越多的企业开始进行资本负债管理，交易商的信用评级就更加重要，因为许多公司都不愿意与低于特定信用等级的银行开展业务。许多企业都只愿意与具有最高信用等级的银行互换交易。在很多情

况下，这意味着对许多套期保值者和现金管理者来说，只有商业银行或者最大的信用等级最高的证券机构才具有信用等级上的吸引力。考虑到这一点，一些投资银行开设了专门经营衍生产品、具有独立资本的分支机构，以便从信用评级机构那里获得较高的信用等级。

其他产品

在80年代，投资银行与商业银行也开发了不少其他的套期保值或投机产品，使得小型的机构无法与其竞争。这些产品包括**利率上限期权(cap)**、**互换期权(swaption)**和**颈圈期权(collar)**。因为这些产品主要是银行为公司客户设计的，以便为利率风险或货币风险进行套期保值，所以主要是场外交易，与经营类似产品的期货市场是分开的。通常，银行提供的期权规模要超过有组织的期权或期货市场中合同的名义规模。

利率上限期权是指以事先约定的履约价格交易的期权。如果利率上扬超过了上限，卖方(指银行)就向买方(指公司)支付一笔双方约定的金额。实际上，利率上限期权是由银行设计的一种买入期权的交易，其中买方要向卖方支付一笔期权购买费用。期权交易的实际金额可以由客户与银行协商。

互换期权是互换基础上的期权交易，它允许买方在未来某天利率变动对其有利时执行某笔互换交易。互换期权实际上是一种第三代衍生产品，因而在某种意义上可以说，它是衍生产品的衍生产品的衍生产品。同样地，对互换市场上没有的互换期权建仓也要支付一笔期权购买费。互换期权不同于实际的互换交易，它并不是与公司或其他投资者的某笔确定的互换，而只是在条件有利于投资者的情况下才执行某笔互换。如果条件不利，就不必执行，损失仅以期权的初始费用为限。

颈圈期权是买入期权与卖出期权的结合，但二者的履约价格略有差别。如果利率上扬超过了预先约定的水平，期权持有人就可低于现行利率行使买入期权。若利率下降，持有人可以按高于市场利率的价格执行卖出期权。履约价格之差被称为**颈圈(collar)**。这项技术同样具有互换市场所没有的初始费用。而且，作为期权，交易者有执行的选择权。在以上三个例子中，这些产品的交易市场基本上是场外交易市场，因为提供这种服务的银行只希望有限地使用这种产品，以便为最终使用者提供服务。

商业银行同时利用互换和其他衍生产品市场、有组织的和场外交易的市场释放在担保客户的期权交易时所形成的风险。前面举过的例子说

明，互换交易商释放以浮动利率交换固定利率的互换交易形成的风险时，也是同样的情况。客户向交易商卖出浮动利率，而交易商则把固定利率让给它。交易商的敞口风险就在于固定利率部分的利率可能会突然跌落，从而在震荡中造成损失。

如果继续使用前一部分用过的例子，交易商愿意提供比3年期国债利率高35个基本点的固定利息，而后它就必须找到一个国债利率的来源以轧平头寸。这可以在金融期货市场里做到，也可以在国债市场里或者通过相关的一笔互换交易做到。当这种轧平发生时，交易就会放大，其他的市场参与者得到更多的佣金收入，衍生产品市场的交易总体上就会增加。

金融工程同样被用于股权。为了对某些特殊的风险保值，各种买入期权、卖出期权和互换交易被结合在一起，形成了股权衍生工具。第4章中提到的**优先股偿付累积股票（PERCS）**就是这样一种工具。债券市场的金融工程发展地较早，也更为成熟。挂牌股票期权交易70年代才开始，因而其创新步伐也就慢于固定收益工具。然而，普通股期权市场的术语却对利率和货币期权的互换及**场外交易市场（OTC market）**的概念与术语的发展发挥了作用。

契约废止

80年代债券工具的某些新特征促进了互换产品的发展。正如我们在第3章中提到的，关于债券息票、到期日及清偿方式的大量试验出现了。也正是因为它们都涌入了市场，同时也就为借款人与金融工程师提供了无数互换及其他金融试验的可能性。许多时候，创新紧跟着创新，一些看起来很简单的金融工具其实有复杂的理论渊源。

80年代早期出现的一种金融工程技术便是其中一例。正如我们在前面章节中提到过的，零息票债券作为一种已撕毁工具始于70年代末，80年代初被各种投资者普遍接受。但是，长期困扰公司及市政零息票债券的一个问题仍然存在：借款人为什么会以贴现方式借款而不借入全部票面金额呢？对于公司借款人来说，这样做的一个原因是，名义税收扣减，但对于市政借款人来说就不一定了。我们从交易的安排人、最初安排人和交易商那里得到的**契约废止（defeasance）**概念有助于我们更好地理解这个问题。

从理论上说，能够以低于国债息利率的贴现率发行零息票债券的公

司以及市政当局应该用这笔钱去购买国债以赚取利差。这就是说，如果一笔 20 年期公司零息票债券可以按 8%的贴现利率出售(半年计息并计复利)，那么这票债券的现值就为票面的 20.83%。如果用这笔款项够买一笔 9%的 20 年期的 STRIP 国债，费用是票面的 17.19%。这样，假定该借款人筹集 1 亿美元名义金额的债券，它实际付出的现金是20 830 000美元，然而他也可以仅花费17 190 000美元去购买同样名义金额的国债。其中，3 640 000美元的差价对这种折腾是值得的。

但是，这种方法有几个问题。例如，在相同的一段时期内，借款人怎么能以优于美国国债利率的利率筹集资金呢？另外，怎么能够假定市场会停滞这么长的时间去让这种套利行为发生呢？各种各样的理论和机制上的疑难使得这种操作不过是一项学院派的研究而已。

在现实中，如果公司及其投资银行知道如何正确利用不完全的或者分割的市场，这样的套利工程是有可能实现的。在国内市场，确实没有任何公司借款人能借到比国债利率更好的利率的资金，但在欧洲债券市场，这种机会有时确实存在。投资者们经常愿意以较低的贴现利率购买高质量的公司债券，因为收益是免税的。但对于国债就不是这样一回事了，至少在 1984 年末以前。因此，投资银行向客户直接推销零息票债券，并保证这种债券是非常安全的，因为所有收入现金用于购买国债。

购买国债的唯一目的是为了清偿公司债券，所以公司实际上并不依赖到期前公司的业绩。如果投资银行确信它有能力卖掉公司零息票债券，那么它就会购买国债或者以现行利率离拆单分这些国债，这样公司就能确切地知道两边交易的价格。如果一切顺利，涉及的每一方都会获利：公司能够立即实现一笔利润，投资银行则从几方收取费用，而且国债在二级市场中也有了买主。

我们从外界所看到的公司零息票债券发行并不一定揭露这么多复杂的内幕。1986 年《税收改革法案》(the Tax Reform Act of 1986)生效之前的许多年间，市政债券同样也引用了契约废止的概念。在市政债券领域，这种操作被称为证券换新发行。一个信用等级很高的市政府可以用其资金的低成本去借款，利用部分筹措的现金购买国债，获取较高的国债收益，并用国债到期的资金清偿到期的市政债券。

废止并不是严格意义上的衍生产品，但它无疑是金融工程的一部分。换句话说，许多公司及市政零息票债券发行不可能也不会存在，除非市场的分割能够为借款人创造套利利润。国债发行只是其他借款方式的抵押品罢了，它只是有助于降低许多借款人的筹资成本。而这种新发明的零

息票债券成为许多外国互换交易的目标。一个持有浮动利率债务的借款人可以换成零息票债务。由于到期日前都没有利息支付，借款人就消除了浮动利率的不确定性，而代之以到期日的**汽球式偿付(balloon payment)**——这是一项可以在整个互换期间为借款人节省相当现金支出，同时又能享受税收扣减优惠的技术。

尽管在今后的一段时间里，互换与其他金融工程产品的爆炸性发展可能不会再出现，但市场已经证明了参与者的创造性，也证明了许多投资银行的缺陷。由于市场资本高度密集，对于那些不具备足够资本与信用等级以满足资产负债管理者要求的投资银行来说，他们已不可能进入市场。确有情况表明，在80年代主要金融市场的发展中，许多投资银行的金融实力已经无法与多数商业银行及其证券附属机构相抗衡了。

供讨论的问题

1. 总的来说，为什么70年代末与80年代初对于金融工程的发展如此有利？
2. 互换交易赋予借款人一种什么样的原来并不具备的灵活性？
3. 借款人将浮动利率债务互换为零息票债务会有什么好处？同时又有什么风险？
4. 废止可以说成是一种"工程化的套利"。请详细地解释一下。
5. 为什么在互换市场上，投资银行对于商业银行的影响有所减弱？这是否是趋势的一部分？
6. 原始互换与二次互换的区别何在？
7. 除了货币单位不同外，利率互换与货币互换的主要区别是什么？

第六章 金融顾问与零售经纪

概 述

为并购活动提供咨询是投资银行业务的一个方面，而另一个方面则是零售经纪业务。前者是一种纯粹的机构行为，而后者是专门针对个体投资者的。由于两者所需的专业知识大相径庭，许多投资银行已逐渐地按一定比例开展了这两种业务，把它们作为避免多变的市场和投资者取向所带来的损失的一种保值措施。兼并与收购活动(M & A)成为投资银行的核心业务之一。在过去，它要求很强的公司财务专业知识，这些知识通常在成熟的、资深的企业里才能找到。然而，现在很多根本不涉足其他投资银行业务的所谓**精品公司**(**boutique firm**)也插足进来。这些公司多数是80年代中期并购活动高峰的产物。但总体上，那些几十年来长期从事并购活动的公司仍在这一业务中占主导地位。

尽管这类金融顾问有其传统特性，它同样出现了国际化的趋势。在很多方面，并购活动反映了外国在美国直接投资的模式。20世纪的大部分时间里，英国公司是美国主要的外来直接投资者。自从十九世纪英国投资于美国西部的铁路拓展以来[1]，它在美国公司的持股额一直高于其他任何国家。结果，英国的商人银行以及它们在纽约的附属机构，和传统

① 紧随英国投资之后的是荷兰、日本、瑞士和加拿大的投资。多年来，只有日本的持股数量大幅增加，而把传统的欧洲投资者挤到排名靠后的位置上。

的美国投资银行一道，挤身金融顾问业的排名榜，尽管它们的影响力参差有别。在零售经纪方面，情况却不是这样。排行前列的那些经纪人都是美国的，因为从定义上讲，大规模的零售经纪业务这一概念是典型美国式的。正如前面第一章所述，很多银行在20年代就涉足经纪业，把它作为招揽富有投资者的一种途径，而这些投资者原本只在具有双重功能的私人银行办理银行和投资业务。它们和从事小额公众投资的资深公司展开激烈竞争。其做法是，在全国范围内通过"电传"这种将办公机构和各种交易所联系起来的电讯机器来提供经纪服务，以推广它们的这项业务。

投资银行涉足零售经纪业的原始动机在今天看来还是一目了然。为小额投资者提供服务仍然被认为可以规避多数经纪人所从事的机构业务所带来的风险。投资者对经济波动趋势的反应大体类似，而零售投资者却往往滞后于专业人士。从经验看，他们能带来更大的利润，并且比起机构投资者来，无需过多的关注和照顾。零售客户的佣金费用也相对较高。在这方面，零售经纪人又类似于那些大型的、客户定向的商业银行。它们出于多样化考虑，专门与大多数而非少数的客户打交道。

并购活动和零售经纪业在过去25年的发展，多角度地反映了经济的总体发展以及投资银行业的具体发展情况。并购活动的发展状况直接受到政府执政取向的影响。在两次里根执政的期间，随着政治气候对兼并活动趋向宽容，兼并趋势骤然升温。司法部反托拉斯部门(antitrust division)插手此类案例的次数远比前几届政府时少。结果，众多行业出现了联合或重组，这在多数民主党执政期间是不被容许的。关于垄断和竞争意义的解释也相当程度地不同于六七十年代。不过，将来的发展趋势尚未清晰地呈现出来。

同样地，零售经纪业也发生了巨变，但政治影响的痕迹不是那么明显。前面的章节已经指出，投资公众的组合在过去的40年间已发生了变化。家庭在股市的直接投资已被机构投资的强大主力所取代。前面提到过，这并不说明个人不再是投资的重要主体，其绝对数量在80年代有所增长，只是他们在总成交额中所占的份额没有改变。现在他们的作用表现为透过机构的中介投资，而并不只作为纯粹的直接个体行为。这部分投资资金的方向变化将在以后讨论。

并购活动和零售经纪业同是投资银行和证券交易的核心业务，它们是同时运行的。在这两者中，并购活动更能反映出政治和经济的意识形态，以及它最终会怎样改变整个行业结构。并购活动对许多公司的核心业务做出了巨大贡献，但这种贡献并不是稳定持久的。零售经纪也是一

样，只是它更加成为股价指数的指示器。在牛市里，当投资者数量增大时，经纪公司的股价就被看好。当零售活动萎缩时，纽约股票交易所的经纪公司股价也会随之下挫。

兼并与收购

在美国历史上，80年代是兼并和收购的一个高峰时期。其主要原因是：里根政府对破坏《谢尔曼反托拉斯法案》(Sherman Anti-Trust Act)的活动不做深入追究，并且通过立法以保证间接流向并购投资者的税收利益合法化，从而极大地推动了这一趋势的发展。结果推动了美国金融业面貌和历史的改变，并酿成了30年代以来对投资银行业最为激烈的争论。

80年代以前，并购活动只意味着一家公司通过获取另一家公司足够的普通股来取得对该公司的控制权，最终实现接管。简单地说，兼并意味着两家公司合并为一体，并由收购方占据领导地位。只有在对竞争不利或是外国公司企图控制对国防至关重要的公司或行业时，政府才会进行干预。

兼并有几种不同的形式。**横向兼并(horizontal merger)**将两家相同行业的公司(例如两家钢铁公司)合为一体。**纵向兼并(vertical merger)**是针对相关行业的两家公司而言的。例如，一家钢铁公司兼并一个诸如煤矿之类的能源供应者就属于纵向兼并。又如，一家汽车制造公司兼并一个零部件制造商。无论哪种情形，兼并的目的都是希望能够挖掘出两个公司间以前并不存在的协同效应。横向兼并可以形成更大规模的经济实体，而纵向兼并可以产生更高的质量与效率，避免产品和生产的重复。两种兼并都可以将直接或间接联系的公司组合到一起。

另一类型的兼并，或事实上的接管案例，是两家没有联系的公司的结合。这就是广为人知的**混合兼并(conglomerate merger)**——一家公司有意地购并另一家完全不同行业的公司。这种兼并以及由此而产生的集团企业的目的是规避经济气候变化的风险。这种膨胀的集团公司将大量不相关行业的企业收罗于它的旗帜之下，其做法如同个体投资者积聚普通股的投资组合，以多样化来分散商业风险。如果一部分企业经营不良，而另一些企业则可能呈现相反情况，这样可以使收益保持平稳。但这需要公司组合首先是一个特定的多样化模式。

随着并购活动日趋广泛与复杂，有关的专用术语也同样变得复杂起

来。80 年代最惯常的通用并购术语是**杠杆收购(leveraged buyout 或 LBO)**。虽然它专指一种并购公司的方式,但却被广义地借用,成为这一时期拆借**活钱(easy money)**和**高财务杠杆(high leverage)**的代名词。它的基本含义是一家公司主要通过借入资金购买另一家公司。这种借款的来源将在以后讨论。

总体上说,大多数并购活动都是一家公司对另一家公司进行购买,使后者从公共市场中脱离出来。一些情况下,公司的管理层会自行收购本公司发行在外的股票,已达成同样的结果。这种私有化的形式被称为**管理收购(management buyout 或 MBO)**。通常,借款仍是收购资金的来源。这些借款一般来自于商业银行而非发行债券。有时接管也源于工人购买自己的公司,因为他们认为自己能比管理层或外人经营得更好。

根据被收购公司的董事们对收购方报价的不同反应,收购分为**善意(friendly)**和**敌意(hostile)**两类。如果管理层坚持反对,并试图劝阻股东接受收购者的出价,这个报价就被认为是敌意的。它相对于管理层同意交易条件的善意报价。但并不能认为所有敌意的报价都可能获得成功。目标公司会不惜以极大代价着手防御,以赶走不受欢迎的求购者。这类保护措施中的一些出现在 80 年代,比起这一时期金融工程技术的发展来,其知名度有过之而无不及。

不具备在敌意收购者面前自我保护能力的公司,有时会主动地寻找**白马王子(white knight)**来援救它们。这个白马王子是愿以一个反报价的方式进行干预的公司或投资者,它不准备使该公司的管理层结构发生太大变化。在一些情况下,这些白马王子只被当作纯粹的“防御机制”,它们并不是真正要控制目标公司。假若这一办法的确被实施,就称之为**白马王子交易(white knight transaction)**。不过,如果目标公司丝毫也不愿接受任何形式的兼并,它可以利用资本市场工具采取另外形式的防卫。

80 年代最为著名的反接管防御措施是**毒丸防御(poison pill defense)**。这里的“毒丸”指,当不受欢迎的收购者开始收购目标公司的股票时,可以立即发行的一大堆债券或优先股。这些债券或优先股落到公司利润上的新增负担,理论上能起到阻止求购者的作用,因为公司的债务——股本比率会因此大增,这样就会降低其税后利润。

任何人只要累积持有一家公司 5% 的普通股,就必须在证券交易委员会登记,所以求购者不可能长时间地隐藏自己。使用 415 条例有助于很好地实施毒丸防御。公司可以向证券交易委员会进行债券与优先股发行的预先注册。平时可以把它束之高阁,一旦发现接管迹象,就发行债券

或优先股。当然，真正实施毒丸防御的代价很大。即使成功，也会在公司重组时暴露出重新融资的困难。

使用“毒丸”时要小心，因为对收购公司以及把它作为泻药而使用的目标公司来说，都可能是致命的。它也表明，并不是所有的接管行为都是合作完成的，强制接管行为对求购者和被收购公司的财务健康都有损害。这样，当处于接管谣言无法证实的近乎正常时期时，市场存在了一个新增的风险因素。

兼并行为受证券交易委员会的规范，这一授权源于国会在 1976 年通过的《威廉姆斯法案》(Williams Act)。具体来说，证券交易委员会对潜在收购者向目标公司收购股票的**收购要约(tender offer)**具有权威。例如，在要约有效期内一个潜在的股票购买者不能在市场上买进该公司的股票。这个有效期为 20 个营业日。在这期间，收购者必须一直公开它的报价，并允许持股人在自愿的情况下接受报价撤回他们的股份。同时，如果发盘收购的股份低于公司发行股份的 100% 的话，收购者必须按比例接受该公司股东要求清偿的全部股份。这样，如果一个收购者企图获得股份的 50% 而一个股东要求清偿他全部持有的 1000 股，则这个收购者按最初的发盘百分比必须接收至少 500 股。

第三章曾经指出，虽然并非所有合并案例都使用垃圾债券融资，但它是兼并潮流中不可缺少的一部分。在一家公司为筹措部分收购资金而在债券市场上大举借款过程中，它的信用等级可能因此降低。附加的利息支付可能极大地降低其债务比率，以致达到其持续财务生存能力受到严重威胁的地步，至少暂时如此。收购者债务的持有者发现，公司扩张计划以前很不错的信用评级被假定为可以投资的级别，但新的债务已经损害了原来持有的债务的质量。这些债券会被市场定价，产生和其他垃圾债券同样的收益，而给投资者造成巨大的损失。为防止这种债务评级的突降，很多投资者敦促在新发行的新债券里加入对**事件风险(event risk)**的补偿担保。事件风险被定义为：因筹措收购资金而大举借款所招致的附加违约风险。如果事件风险发生，投资者保留要求债券发行公司按照约定价格赎回债券的权利[①]。

并购活动趋势的两个不同方面都被证明对投资银行有利可图。一个方面是该行业最基本的传统业务，另一个方面则是追求利润而带来的相

---

① 一些公司债券同“事件风险”的条款类似，也附有早赎条款。在 1984 年以前的欧洲债券市场里，很多债券有税收早赎条款。如果免税债券在发行后被征税，单就这一特殊原因，公司就有权提早收回债券。

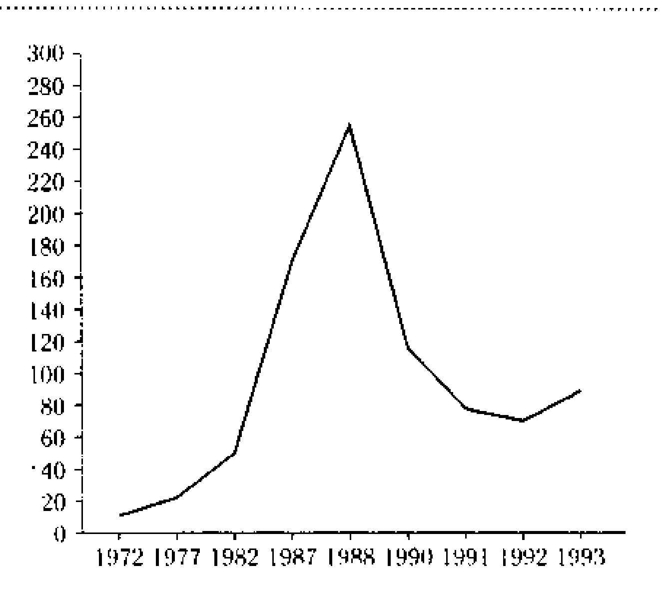
对较新的业务。传统的金融顾问就是纯粹意义上的投资银行业务，即为公司重组提供顾问而获取一定费用。另一个方面的新业务则是协助公司筹措收购所需的资金，通常通过发行垃圾债券或垃圾商业票据(后一种情况较少)进行。另一种情形有时也会出现，即投资银行自身在接管业务中占有股权。但这种情形与这里讨论的问题没有关系，因为从统计意义上说这不算严格意义的金融顾问活动。它更应该属于商人银行活动。

并购活动总量在过去20年里呈指数上升，远远超过通货膨胀或货币供应量的增长。如图6-1所示，1972年以美元计算的收购支付总值为167亿美元。同年，交易量超过1亿美元的交易共15宗。到1993年总量为920亿美元，比上年有较大增长，但明显低于1988年和1989年的顶峰时期。当时两年，交易总量分别超过了2460亿美元和2210亿美元，交易量超过1亿美元的收购交易分别为369宗和328宗。事实上，这两年间的平均购买价格已超过了2亿美元。这一点在图6-2中有所显示。

图6-1

兼并活动的总量

单位：10亿美元



资料来源：证券数据公司。

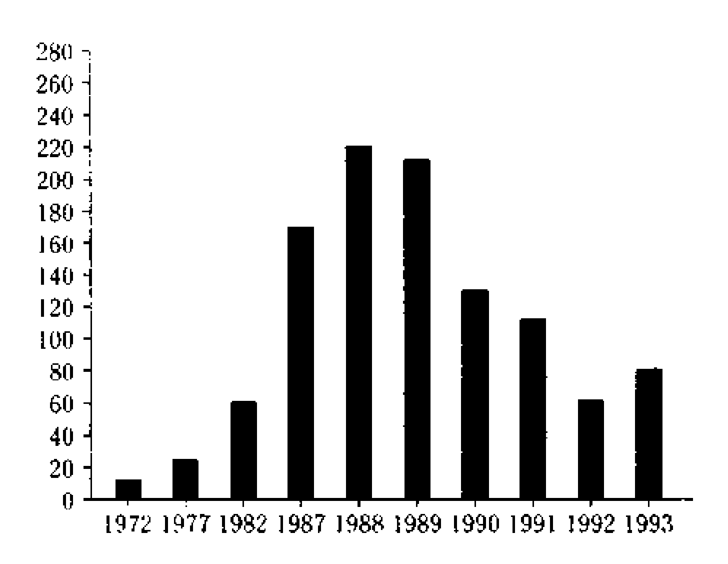
前面的章节指出，20世纪80年代是金融创新或金融工程诞生的十年。并且，它也是兼并的十年。历史上最大宗的一些兼并活动在1982—1990年被酝酿和实现。迄今最大的一宗交易是科尔伯格、克拉文斯和罗伯兹投资公司(kohlberg, kravis, Roberts)对RJR纳贝斯科公司(RJR

Nabisco)的收购,总值达 245.6 亿美元。在这之前最大的是雪佛龙公司(Chevron)对波斯湾石油公司的(Gulf Oils)收购,总值达 132 亿美元。迄今为止五个最大兼并中的四个,可被划归为横向兼并,或者说比起纵向兼并来,更具有横向兼并的特征。在这些最大型的兼并中,只有对 RJR 纳贝斯科公司的接管意图是清楚地击垮这个公司,以便将来无利可图时再将它卖掉①。

图 6-2

兼并交易的平均购买价格

单位:10 亿美元



资料来源:证券数据公司。

隐藏在 80 年代那些大宗交易背后的主要因素之一是通货膨胀。由于 70 年代末 80 年代初的高通货膨胀率,许多公司的帐面资产比原购置成本大大贬值,但重新置换的成本却远远超过以前的成本耗费。于是,这些贬值资产成为许多有扩张意图的公司的目标,因为它们发现购买一家公司比重新建立一家新企业要便宜。因此,"兼并的十年"这一术语比"新资本投资的十年"更能反映当时的潮流。

同样廉价的资产也成为很多"公司入侵者"的目标,它们认为如果能取得这些公司的控制权,这些资产便可抛售出去。在这个意义上,公司入

① 其余四个兼并案例,雪佛龙/海湾(Chevron/Gulf)、菲利浦·摩利斯/卡夫(Philip Morris/Krafts)、百时美公司/施贵宝公司(Bristol-Myers/Squibb)和时代集团/华纳通讯(Time Inc./Warner Communications)都是同行业公司兼并的典型,其中唯一例外的是烟草制造商进入快餐食品领域。

侵者只是简单地扮演财务会计的角色，窥探那些不景气的公司的帐面贬值资产，并向它们提出收购报价。这一过程中，尽管融资方面通常引起很大的关注，但选择一家有利可图的目标公司也的确需要同样的技术。公司的组织结构远不如公司的会计价值与市场潜在价值的比例那么重要。

这类交易的融资方式是它们区别于以前的并购活动的主要标志。任何类型的收购和某些完全的接管大部分是通过借款融资的。垃圾债券是一种方式，而另一种方式是高杠杆比例银行融资。这种银行贷款通常被称为**垃圾银行贷款(junk bank loans)**，以区别于传统意义上向那些拥有可靠的资产负债和收益比率的公司发放的贷款。但不能因此认为这一时期的所有融资都是通过贷款完成的。一些资金来自于内部生成的基金，另一些还来自于新股的出售。不过，它们都不如“垃圾”融资的名称那样诱人。

通常金融顾问的业务远不止兼并和收购。由公共转为私有或私有转为公共的公司、出让子公司股权以便与之分立以及单纯地出售公司的一部分，都是金融顾问的通常领域。融资也有多种变化和形式，所以只有普通化的操作比较容易提供建议。并且，当以提供证券代替直接现金来进行接管或收购时，交易就变得相当复杂和难于评价。

举例来说，设想当A公司计划接管B公司时，A公司向B公司的股东们提供了一个现金、股权、债券的组合，而不是用现金向目标公司购买股票。这样，股东们就必须把组合的收益换算成货币标准。但是对股东来说，这样做的风险是双重的，并且如果觉察力迟钝的话，可能导致交易取消。简单地说，风险在于这些股票是否维持在交易前的价格水平上，这是考虑到那些收购者可能在交易后立刻出售股权，以及新公司是否像其前者那样拥有一个漂亮的资产负债表。如果后者出现问题，对所有投资者来说，都意味着风险的剧增。

投资银行可以参与交易的任何一方。它们可以被指定为收购方或目标公司的代表，也可以为资产重组或资产出售提供顾问。作为顾问者，投资银行必须对一切可能的机密信息保密，因为这些信息可能迅速改变公司股票的价格。故而，任何顾问活动都必须在严格的保密下进行，以避免泄密导致的利益冲突和内部交易。

表6-1列出了1991年到1993年间按已经执行的交易金额计算的几家最大的金融顾问公司。金融顾问的排行榜方式与新证券发行市场上的最大承销牵头经理人的排名方式大体相同。尽管它不像后者那样广为人知，但它仍是公司领域金融顾问权威的指示器。尽管并购活动的金融顾

间引人关注并享有盛誉，这项业务的回报却大相径庭。1991—1993 年间，已执行交易的顾问费用总额是 5.511 亿美元。

表 6-1

金融顾问业的排行（按已执行的交易金额）1991—1993

顾问公司	交易金额（百万美元）	交易宗数
高盛公司（Goldman, Sachs）	$ 96623.5	205
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	81495.5	171
CS 第一波士顿（CS First Boston）	54356.1	230
美林公司（Merrill Lynch ）	51785.5	254
雷曼兄弟（Lehman Brothers）	51463.4	206
所罗门兄弟（Salomon Brothers）	49023.5	131

资料来源：证券数据公司

表 6-2

金融顾问业的排行（按费用收入）1991—1993

顾问公司	费用收入（百万美元）	占行业总收入的百分比
高盛公司（Goldman Sachs）	$ 167.3	17.3
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	112.0	12.3
CS 第一波士顿（CS First Boston）	75.7	8.3
迪龙瑞得公司（Dillon Read）	56.5	5.7
美林公司（Merrill Lynch）	53.7	5.5
雷曼兄弟（Lehman Brothers）	48.9	5.3
所罗门兄弟（Salomon Brothers）	37.0	4.0

资料来源：证券数据公司

1991—1993年间，整个证券行业的总收入平均每年约650亿美元①。虽然金融顾问行业收入只占总收入的一小部分，但排名榜上那些公司的状况却有了很大改善。表6-2列出了1991—1993年间按费用收入排名的几家金融顾问公司。可以看到，榜上排名靠后的几家比靠前的费用收入少得多。表6-3列出了它们为收购方或目标公司提供顾问的业务量，更深层次地反映了这一业务的情况。

表6-3

最大金融公司的咨询服务客户（交易宗数）1992

顾问公司	收购方	目标公司
高盛公司（Goldman Sachs）	28	96
摩根·斯坦利（Morgan Stanley）	29	49
雷曼兄弟（Lehman Brothers）	—	73
第一波士顿/CS第一波士顿（First Boston/CS First Boston）	107	27
施罗得公司（Schroders PLC）	48	51
所罗门兄弟（Salomon Brothers）	30	44
华宝公司（S.G. Warburg）	40	61
美林公司（Merrill Lynch）	38	49
拉扎证券公司（Lazard Houses）	27	39

资料来源：证券数据公司。

虽然金融顾问费用相对较小，但它无需较大的运作空间，并且固定操作成本也较低。它显得更集中化，只需公司的总部参与，而无需涉及到下属分支机构。这一点不像后面要讨论的零售经纪业。但更为重要的是，它强调了投资银行对高级公司财务管理提供顾问的能力，以及公司间相互联系和影响力对整个行业的重要意义。

以收购现有资产替代花时间培育资产的潮流、有利的融资方式，以及投资者的认可结合在一起，使80年代成为兼并的十年。自从60年代集团公司潮水一般地成长起来，并购活动已不那么有利可图和公众化。但同时，评论家和批评家围绕并购活动的内在意义提出了一些尖锐的经济

① 《纽约股票交易所白皮书》，1991年。

问题。现存同行业公司收购引起的竞争问题，或者有长期发展前途的资产被用于短期用途，大致成为批评的核心。

这些评论主要集中于两处。第一是这股潮流连带的经济问题，特别是对就业和养老计划的影响。当公司为降低成本而进行兼并时，横向兼并特别显出对就业的不利影响。例如，两家航空公司在合并为一个更大的实体后可能大量地裁减工人。两家银行或金融服务公司合并后，随之而来的便是裁减被视为冗员的非一线职员，以节约固定成本。批评家认为这类行为反映了管理层追求短期行为而无视雇员福利。简而言之，雇员成为股本收益的牺牲品。

股东们是否总是在兼并活动中获利也成为争论的课题[①]。如果接管是敌意行为而非善意，一大堆问题会摆在新的管理层面前，包括旧的管理层、股东和员工对新管理层以及对接管行为的种种反应。而收购者的策略经常会对目标公司及其股东和员工产生长期的影响。

例如，80 年代一些收购公司使用的策略是**绿色铠甲(greenmail)**。它是敌意求购者的一种假意报价。收购者积累公司的股票，然后扬言将更大量地收购以取得控制权，并在以后更换公司的管理层。公司的管理层于是别无选择，只有向收购者还盘，以当时高于现行市价的溢价买回它的股份，避免公司利益再受损失。当这个伎俩被认为是收购者的故意行为时，就被称为"绿色铠甲"。

如果公司预测到敌意接管行为却不知道收购者的真实意图时，绿色铠甲就变得复杂起来。因此，很多公司发现它们花费更多时间去提防收购者，保卫公司(有时还运用毒丸防御)，而不是去进行经营管理。结果，绿色铠甲成为 80 年代最泛滥的流行词汇之一。

1987 年 10 月市场崩溃之前的投机时期，接管或接管威胁导致的股价波动吸引了不少股东。风险套利者也把它视作一个有利可图的时期。他们买卖有价证券，通常是股票，同时从前景看好的兼并活动中获利。举例说，如果 A 公司用现金购买 B 公司，那么风险套利者会卖空 A 公司的股票，同时购进 B 公司股票。这样考虑到交易可能在一对一的基础上实现，他们必然能从两者之间的差价中获利。[②]

---

① 有关例证参见：
John C. Coffee, et al., eds., Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover(New York: Oxford University Press, 1988)。

② 套利者还有其他存在方式，但是风险套利者可能是波动性最大的一种。他们在 60 年代期权和期货引入以前广泛存在。现今，风险套利者同时使用股票和期权市场去达到预定目标。

套利者的存在也会给一家公司对另一家公司的潜在接管带来干扰。套利者通常会大量购入目标公司被认为低价的股票，并强烈抵触任何没有使他们达到利润最大化的收购报价。他们出现在兼并过程的最初，并通常在兼并完成后立即退出交易。

雇员养老金也卷入进来。很多目标公司的养老金积累超过了合同雇员退休养老计划的需要。这部分超额资金成为收购公司的窥视之物，将其当作收购成功后可以运用的廉价资金来源。同杠杆收购潮流一样，这类活动被称为“资产掠夺”。收购者觊觎并掠夺公司最有利可图的资产，而后将公司出售给公众或随后的另一家收购公司。

在另一个意义上，美国公司把并购活动作为避免资产投资和培育的简单易行的方法。它们只需购置现有资产，而不是筹措资本进行新的资本投资。从某种意义上讲，公司在发展壮大过程中，偏好“旧的”而不是“新的”资产。这种活动的直接作用不是雇佣新雇员，而是使现有的雇员显得多余。即使收购具有经济意义，它仍然给立法者带来麻烦，他们把收购看成以更大的经济效益为名来废止反托拉斯法案的威胁。

争论的另一方面围绕津贴问题。现有的税法和联邦储备政策是否助长了并购活动的潮流，甚至可以说间接帮助了那些公司入侵者和他们的投资银行家？或者，立法者和税务官员是否认为这股潮流是短暂的，它将随着时间或下一次经济萧条荡然无存？这方面的批评部分是政治问题，但没有引起其他经济领域出现的理智化运动的反对者的强烈反响。

税法的确间接地有助于兼并，特别是大量举债融资的兼并。即使1986年《税收改革法案》颁布后，利息支出全部扣减的原则，仍意味着在国内税务署的间接帮助下高比例杠杆收购者的大量利息支付有助于公司的现金流动。不仅如此，税收政策对低于平价的贴现方式发行债务(垃圾债券的特征之一)也是有利的。若非这些税收的有利条件，很多杠杆收购都不可能实现，因为没有利息支付扣减的全额现金流动，将意味着高比例杠杆收购成为泡影。

争论的最后问题是公共事物：对杠杆收购融资利息的税收扣减得到了公众的资助，而他们却不能分享兼并的全部利益。兼并潮流的主要受益者是股东，而非公众的钱袋。事实上，有些收购案例中，公众付出了增加失业的代价。理论上说，兼并带来的每个冗员都得由公众负担失业补贴和可能造成税收下降的暂时性生产效率普遍低下。

银行向公司提供大额贷款时，风险更是倍增，特别是一些银行还没有从第三世界债务危机中恢复过来。如同对发展中国家的贷款一样，对国

内公司的垃圾贷款和高比例杠杆巨额贷款同样是潜在的风险，并且普遍担心这将给已经处于危险状态的资产债务表雪上加霜。但是，参与其中的银行(资金雄厚的货币中心银行)完全受美联储制约，而中央银行则被指责没有有效地监控贷款狂潮和进行必要的干预。

一些批评家认为美联储在“资助”并购潮流，因为美联储给那些向冒险的、有收购意图的公司贷款的银行不施加特别的资本金比率限制。简单地说，这些银行为并购活动印制钞票。当兼并潮流升温时，股市上潜在的目标公司的股票犹为引人关注，被抬到市盈率相当高的价位上。按照这一逻辑，美联储也间接地助长了股市上的投机。

1987 年 10 月市场崩溃的相关因素之一是，担忧某些或全部实行利息扣减的弱小公司会失去税收扣减的优惠。公司模式及方式委员会进行了调查，仅仅对税收扣减存在危险性的一点暗示，就导致了许多投资者抛售潜在目标公司的股票，最终导致了整个市场的崩溃。因此，与同时发生的储蓄贷款危机以及 1990 年开始的经济衰退一道，并购活动也开始衰退。前面的图表上对这一点已有所显示。

投资银行的金融顾问角色在并购活动业务中最为显著，但其他非公司领域的顾问活动同样存在。向非盈利组织和政府提供同样的服务也偶有所见。调查研究的功能也可以归并进来，虽然概论中提到，这种研究通常是针对于单个证券或整个宏观经济而言的。但从根本上说，并购活动是一种公司的金融功能，而不是一项研究活动。

投资银行运用自身资金在并购活动中发挥积极作用之前，并购活动并不是一个专门的资本密集领域。但是，当投资银行超越了顾问的身份而像商人银行那样在交易中承担一定角色，如同前面章节提到的那样，投资环境就有了更多的资本需求。认为合适而投身交易的投资银行，趋向于那些能够以合理成本获取额外资本的大公司。小型经纪公司也加入到这一趋势中，不过它们的交易能力有限，很多公司仅仅满足于在投资银行纯粹的顾问功能上一展身手。

零售经纪

向普通大众销售成为投资银行业务的一部分，这只是在现代这样一个提供全方位金融服务时代才有的事情。“电讯经纪公司”这个词语，简洁地描述了经纪人怎样同交易场所联系，过去它被广泛地应用，将零售经纪人和参与并购活动及证券承销的投资银行区别开来。但 70 年代以来，

零售经纪已成为投资银行业不可缺少的一环。投资银行意识到零售经纪的潜在优势，将它作为分散纯粹机构市场业务风险的措施。

其实从综合性投资银行的收入来源来说，零售经纪的贡献比单纯的承销或者并购都要大，有时甚至比两者之和还大。零售经纪比其他证券业务更需要人手，这是它的特性决定的。打个比方，零售经纪与证券业务的关系好比分支机构与商业银行业务的关系。经纪人或银行应该更多地亲近其零售客户，因为机构客户更关心价格和交易效率，而不是销售代表的亲近

尽管为投资者提供的产品发生了很大变化，但是从 20 年代一直到业务发展到相当大的规模以来，零售经纪的办公机构几乎没有什么变化。分支办公机构仍然通过"电讯"服务系统与母公司和交易场所联络，当然耗费的时间明显缩短。最初，意图接近零售投资者的证券公司和商业银行希望通过在州内外开设办公机构同富有的投资者发生联系。在商业银行方面，它们试图接近那些私人银行的传统客户(这种银行也开展储蓄和证券业务)。大多数情况下，寻找个人客户的商业银行和证券交易商并不是真正在努力寻找小额储蓄者或投资者。20 年代它们吸引这些客户的事实与其说是经纪市场的努力，还不如说是狂涨牛市的应验。

近年来，虽然机构投资者占据了市场，小额投资者的股票投资所占百分比仍然保持了高度稳定。即使难以估算，它们的数量在牛市时仍比在弱市时明显要多。近些年来，像**程序交易(program trading)**这类的市场潮流和发展，并没有给零售投资者什么好处，反而可能因为这类交易的波动性和不确定性而阻挠了零售投资者的投资。如前面章节所述，这些零售投资者一般不直接进行投资，而是通过养老基金和人寿保险公司进入市场。小额投资者平均占股市交易量的 25%。虽然零售投资者的绝对数量在随交易量的上升而增长，但他们所占总交易量的份额却有所下降或保持不变，后一种情况在牛市中特别明显。剩下的份额是机构参与的结果，包括养老基金、保险公司和共同基金。由于多数个人投资者通过中介进入市场，在市场上随波逐流的趋势就更为明显，因为大额的机构投资者有能力改变股价甚至改变市场指数。

表 6-4 反映了过去 20 年间持股人的几个特征。统计数字非常近似，极少有例外。持股人数量的增长只是由于统计标准未经调整，从整个人口的增长来看，这种增长就显得微乎其微了。同样，家庭的中间收入反映了通货膨胀的变化，同时成年人口的持股比例却根本没有改变。虽然从外表上看平均持股人的情况没有什么变化，但这一时期参与市场的女性

数量却下降了。男女比率在1970年和1980年接近50:50,但1985年为57:43,1990年为63:37。平均持股人一般是中年男性,受过四年以上大学教育,并供职于技术部门或专业部门。他属于收入最高的三个群体,拥有约五万美元的有价证券。

表 6-4

股东特征 1970—1990

	1970	1980	1985	1990
个人投资者的数量(千人)	30850	30200	47040	51440
中间年龄	48	46	44	43
中间收入	$ 13500	$ 27750	$ 36800	$ 43800
男性人数(千人)	14340	14196	27446	30220
女性人数(千人)	14290	13696	20385	17750
* 持股人在总人口中所占比例	1:4	1:5	1:4	1:4

* 仅指成年人口。

资料来源:《纽约股票交易所白皮书》,1992年

目前,证券交易佣金占证券行业总收入的15%—18%。主要利润中心在行业总收入中所占的份额概况可以在图6-3中看到。交易佣金在1975年5月1日后发生了重大变化,因为固定佣金体系被协议佣金体系取代。这有利于降低零售股票交易的佣金收取标准,但机构客户的真正协议佣金状况却是相反,它们在任何年份都是佣金收入的主要来源。

现在,零售经纪公司能为顾客提供比20年前更多的服务。传统的服务包括买卖订单、研究顾问、保管服务(或俗称代为持股)和保证金交易延伸的客户信贷服务。后来的新增内容有**多用途生息帐户(multipurpose interest bearing account)**,它使贷款余额能够生息,也是对客户的一种保险形式,以及一系列与股票经纪没有直接联系的金融服务。其中一些服务获得了成功,而另一些却相反。但是如果判断市场健全与否或者总体趋势的话,零售业的传统服务领域是最适宜的指标。

例如,贷款保证金中的贷款金额就是整个市场健全情况的适宜指标。客户从经纪人那里以**活期贷款利率(call money rate)**取得贷款。经纪人经常在这个利率上附加利差,于是这一利率就成为客户为债务余额支付利息的利率。具体的保证金比例由美联储制定,这是联储控制信贷创造的途径之一。保证金比例或客户购买证券所需交纳的价格百分比,因

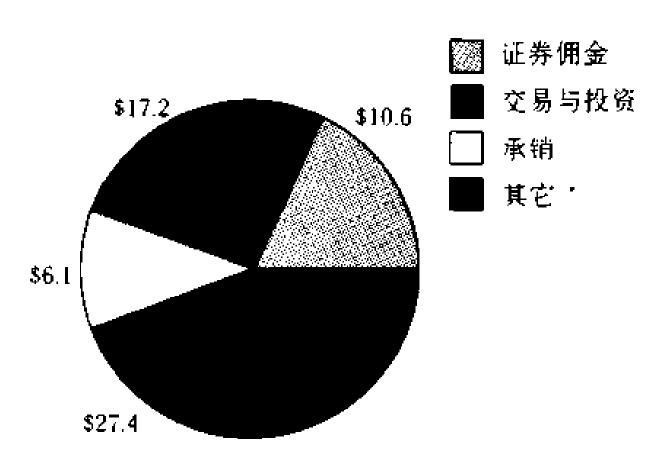
证券类别有所不同。例如，普通股的保证金比例曾经为购买价的 50%。公司债券和国库券的保证金比例又有不同，通常在活期贷款利率低于证券本身的收益率时才对客户有利[①]。

图 6-3

纽约股票交易所会员公司的收入

单位：10 亿美元





资料来源：《纽约股票交易所白皮书》，1992 年。

如图 6-3 所示，经纪人对客户收取的利息金额是会员公司的一项重要收入来源。市场强势时未结算的保证金额比市场弱势时高。这可以在图 6-4 中看到。紧接着 1987 年市场崩溃后的一段时期，发生的保证金贷款数量明显下降。事实上，在此之前存在的保证金泡沫是开始价格下滑随后市场价格大跌的作用因素之一，因为很多投资者没有能力达到保证金比例的要求，结果帐户被强制斩仓，于是加剧了价格的下跌。

单纯从经济上讲，零售经纪是投资银行业务的两个分销途径之一，另一个途径是机构推销。由于零售投资者的购买力不如机构推销的客户，所以零售经纪需要雇佣更多的注册代理人去促成交易。在第四章里提到，大宗的**整批交易（block trade）**比过去更成为机构交易的判别标准。

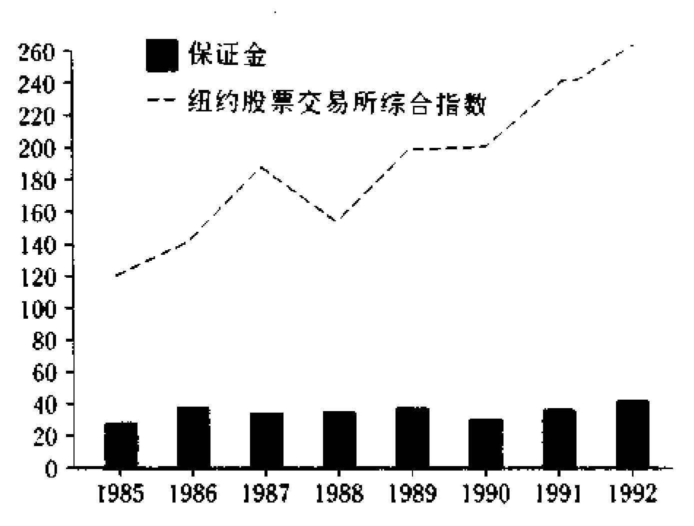
① 起步保证金与后来的维持保证金不同。后者是必须为买入或卖出证券导致的信用缺口维持一定金额的现金。如果证券价格下跌导致维持保证金不足，客户就必须追加保证金到原先的水平。在案例中，如果保证金借款的利率等于或低于保证金所购买证券的收益率，保证金交易就具有明显优势。举例说，当债券收益率超过保证金利率、导致"正收益"时，债券的保证金交易就很容易进行。普通股也是同样的道理，只不过当股票的股息很低或根本不分红时，预期收益率就变得格外重要。

这种交易的高效率使机构交易比零售交易获利更多,比证券公司成本更低。

图 6-4

未结算保证金

单位:10 亿美元



资料来源:《纽约股票交易所白皮书》,1992 年。

零售经纪同样也作为市场广度和深度的指标而备受关注。人所熟知的两种零售经纪业务是**零股交易(odd-lot trade)**和低价股投资。由于机构投资者将这些技巧视作不切实际或误导而回避,它们从而成为零售经纪不可缺少的部分。

零股交易就是买卖不足 100 股(一手)或者非 100 股倍数的不均匀批量的股票。多数意见认为投资者这样做是因为他们无力投入整批买卖,却又希望参与市场交易。零股交易的佣金费用相对高于整批交易。多数投资者对零股交易不太感兴趣,并且零股交易是交易所严格监控的对象,因为大量的零股交易活动预示股市将出现一个强劲的牛市,而寥落的零股交易又反映出市场疲软。图 6-5 是整批交易和零股交易两种交易模式的对比。

低价股投资通常是强劲牛市的另一个信号。交易所里成交活跃的是那些价格相对较低的股票。在这里,市盈率无足轻重。有些人认定持有较多的低价股比持有少量的高价股有利,如果上涨的话,它会带来更大的利润。纵然这种认识忽视了基本的股票价值概念,很多专家还是认同这一现象,并步小额投资者的后尘去交易同样的股票。

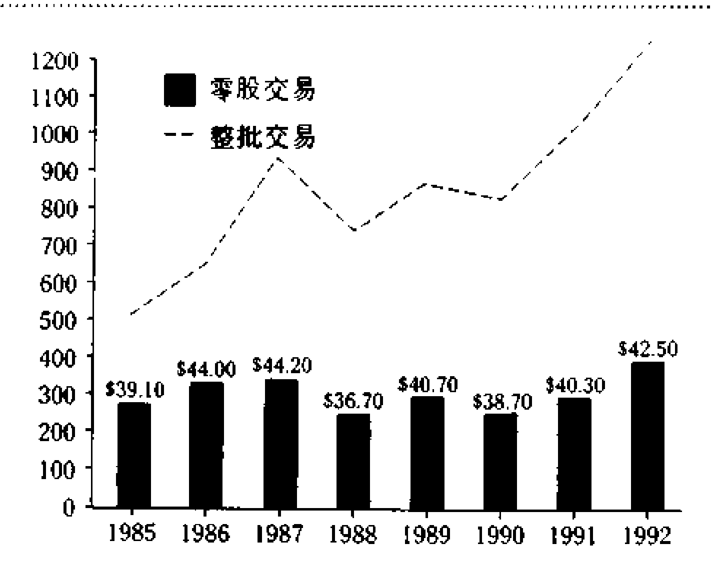
对零售经纪人来说，从活跃的交易者那里获利最多。很多费用和协议条款就是用来招揽这类投资者的。同样在机构投资者方面，交易活动频繁的投资者可以协商费用并以优惠的利率获得保证金贷款，这些特权一般不为长时间持股的投资者设置。活跃的交易者带来的佣金收入，无论是股票、期权还是商品期货，都是获取收益的一个重要部分，特别在牛市的时候更是如此。熊市交易者，或空头卖方在这里不太常见，所以当市场指数下跌时，零售交易者倾向于退出市场。表 6-4 说明，70 年代的前半期和 1987 年市场崩溃后的市场低落时期，投资者数量都有所减少。

图 6-5

整批交易和零股交易＊



单位：千宗交易



＊ 图中零股交易柱标上面的价格是当年每股股票的平均价格。
资料来源：《纽约股票交易所白皮书》，1993 年。

在过去 20 年里，和公众打交道的证券交易商的数量有轻微下降，而零售注册代理人的数量却超过了以前的两倍。为跟上发展趋势，联络更多的客户，零售办公机构的数目也翻了一番。某种程度上，机构活动也被金融产品数量的增加和对金融规划与以往不同的重视程度所带动而有所增长。这些新产品多数侵犯了传统的商业银行和储蓄机构的禁区，特别是在 70 年代中期和 80 年代中期的股市高涨时期。因此，经纪人能赢得那些过去倾向于银行而回避经纪业的客户。

零售经纪人对商业银行业务最大的一次打击是 70 年代中期，最早由

美林公司提供的**货币市场共同基金(MMMF)**和**现金管理帐户(CMA)**的引入。传统的储蓄帐户为美联储的Q条例所限制,而货币市场帐户却能为零售投资者提供货币市场利率,该利率在70年代末80年代初持续上涨。新的货币市场共同基金带来的收益明显超过了储蓄帐户,银行和储蓄机构开始面临严重的脱媒问题,最终导致了1980年《存款机构放松管制和货币控制法》和1982年《储蓄机构法》(the Depository Institutions Act或Garn-St.Germain Act)的通过。货币市场共同基金造成了传统储蓄机构的混乱,而经纪人是净受益者,因为公众都从他们那里购买基金股份。很多经纪人开始提供自己的基金,而不去出售另一家投资公司的基金。现金管理帐户允许投资者从经纪帐户中开出支票,同时仍享有帐户现金余额的高利率。它同样提供了银行无法提供的服务,更加加剧了这一时期银行脱媒。

经纪人插足金融服务的另一领域是退休计划,最为著名的是**个人退休帐户(individual retirement account或IRA)**和**柯夫计划(Keogh plan)**。1974年《雇员退休收入保障法案》通过后,人们可以制定他们个人的退休计划,并且此项收益得到税收扣减的优惠,直到1986年《税收改革法》通过时为止。经纪人掌握了很多这类计划,因为人们购买货币市场互助基金和其他有价证券,并将帐户交给经纪人,再次增大了银行和储蓄机构的费用。商业银行目前还没有通过附属公司涉足经纪业,经纪人很好地利用了银行在这一金融服务领域中的空缺。

1970年国会发起证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation或SIPC),零售经纪人又借机夺走了商业银行的另一个食饵。证券投资者保护公司为投资者在经纪人帐户的高于某一特定金额的资金提供保险防范损失。这个保险项目同为商业银行和储蓄机构的客户存款提供的保险大体近似,但证券投资者保护公司只为经纪人替客户持有的证券提供保险。这样它并不为证券的价值担保,而只对经纪人破产或欺诈客户的行为提供保险。但是,这项保险没有联邦政府的保证,它只是由经纪业成员们的支付费用担保的。

经纪服务的合理化

尽管证券业和银行业有所不同,但它们有着某些相似的发展历程。这些历程既是影响整个金融服务业的发展趋势中的一部分,也是两个行业在经过60年的分离(下一章将讨论这一主题)之后又重新走到一起的

部分原因。

目前，证券业面临的主要问题是金融市场的波动以及如何应付这种波动。由于股市指数变得更加反复无常，时有迅雷不及掩耳之势，许多小投资者只好退出市场，将市场留给了机构和专业交易商。对证券业来说，恢复投资者的信心变得迫在眉睫。因为佣金、代保管费用和保证金利息对很多证券公司至关重要。但由于 1987 年末到 1991 年的市场下跌，恢复信心显得不太容易，并且已经反映出零售经纪业的周期性特征。

1987 年市场下跌后证券业所受的冲击反映在表 6-5 中。公司和注册代理人的数量都有下降。佣金收入在 1987—1989 年间下降了约 30%。会员公司的净收益和资本金都下降了。纽约股票交易所席位的价格大幅跌落。另一方面(表中未反映出来)，市场指数、敞口保证金帐户数量、大宗整批交易数量和报告的平均股票数量都呈上升趋势。这些数字表明，零售业务遇到了困难，而机构业务保持着比较稳定的发展势头，只是比起 80 年代前五年，佣金收入比较紧张，利润有所减少。

表 6-5

证券业数据 1985—1992

	1985	1987	1990	1991	1992
会员组织数量	599	596	516	518	503
纽约股票交易所席位价格(千美元)*	480	1150	430	440	600
注册代理人数(千人)	75	89	82	85	—
会员净收入(百万美元)	2112	653	106	3862	3307#
会员佣金收入(百万美元)	8249	12621	8880	10606	8581#

* 最高报价

截止九月份

资料来源:《纽约股票交易所白皮书》,1992 年。

这一时期的商业银行业也呈现同样的趋势。由于银行危机和美联储新的资本金要求，开业的银行数量持续减少。1985—1990 年间，全国商业银行数量下降。银行间的兼并减少了与银行有关的就业机会，不良贷款和低价的不动产导致银行利润锐减。储蓄机构也经受了同样的问题，但它们几次摆脱困境，因为它们在 80 年代上半期不时地进入垃圾债券市场，并在《储蓄机构法案》通过后新的不规范的市场上作过另一些不成功

的多样化尝试。

无论这一趋势的性质如何，但对于整个证券业或者具体到对零售业来说，这种趋势并不新鲜。冲击通常在市场达到顶峰后发生，整个证券行业在此后的余波里遭受打击。这在1929年以后已经反复重演过。很多投资银行藉以进行并购活动和零售经纪业务的资产分散化原则有时还奏效，但1987年市场崩溃时却无能为力了，当时并购和零售投资活动同时萎缩。因为商业银行在80年代产生了类似的危机，这股冲击开始导致整个金融服务业的巨大变化。这正是下一章讨论的主题。

供讨论的问题

1. 为什么80年代有利于并购活动的发展？
2. 横向兼并比纵向兼并或集团公司兼并更难于判断。从经济和社会的角度，试举一两例说明。
3. 1987年股市崩溃后，为什么80年代的并购活动大幅度降温？
4. 虽然小额投资者在普通股中所占的份额大致保持不变，但股市行情仍然影响着几乎每一个人。试讨论这一问题。
5. 零售经纪业务对很多投资银行来说应该是高成本的，因为它要求大量的办公机构和专职人员。为什么投资银行仍然投入很多的资金和时间呢？
6. 什么因素促使许多传统的投资银行在多年只从事承销和其他公司金融业务后，将目光转向一般意义上的证券推销？
7. 《威廉姆斯法案》对并购活动的重要性在哪里？
8. 套利者对潜在接管会产生什么样的影响？

第七章　投资银行业中存在的问题

概　述

投资银行业中存在的问题主要有三个：管制、行业的国际化和竞争。三者相互交织，又各有特殊性。这些特殊性最终将决定整个行业的命运。从某种意义上可以说，早在30年代，当现代投资银行业诞生之时，这些问题就已经存在。在战后的大部分时间里，当投资银行面对商业银行日益加剧的竞争而竭力维持自身的地位的时候，这些问题一次又一次地暴露出来。

自从1933年议会通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》(即《银行业法案》)以来，关于商业银行与投资银行正当关系的争论就一直没有停止过。一些人认为，这二者应该重新合并在一起，以组成更大规模的经济实体，降低公司和市政债券发行人的交易费用。另一些人则认为，根据美国保护投资者利益的长期传统，这二者应该维持分离局面，以免再次引狼入室，给投资者造成损失，在本世纪20年代与30年代现行法律通过之前的这方面案例就已经清楚地说明了问题。

后一种意见关系到体制结构，与影响投资银行业的管制问题有关。自从早期的法律通过以来，这一行业即使不是美国管制最严密的行业，也是管制最严密的行业之一。所有影响投资银行在国际竞争中的地位、以及它们在开发新的金融产品中所起的作用的经济因素都产生于这样一个简单的事实：它们与资本更为雄厚的同胞——商业银行被分离开了。这

些投资银行既不联系于也不隶属于类似德国与瑞士等国那样的"全能"银行，这一方面给予它们独立发展的自由，另一方面也限制了它们的发展。

在投资银行界，1933—1934 年以来的金融业历史在管制问题上起了决定性的作用。初期的**新政立法**（**the New Deal legislation**）将银行业的两个不同领域分离，并规范证券业的一级和二级市场，这些从来就被视作保护投资人免受证券交易商放纵泛滥灾害的基石。大崩溃之前和随后大萧条的年代里，证券交易商的放纵泛滥曾一度肆无忌惮，但此后的日子里证券业变得相对驯服多了。立法的最初原由已被淡忘，而"保护投资者"的口头禅却流传下来。

另一个争论时间较短的问题是证券市场国际化的问题。自从 80 年代以来，通过国际市场以及在本国国内充当投资银行的全能商业银行对他国的渗透，不同国籍的投资银行之间的接触更为密切，结果使整个市场在十年之中经历了一个向全球市场的引人瞩目的转变。但是，标志着这种全球化浪潮的金融中心之间资金的快速转移，究竟会带来什么后果还不是一目了然。

1987 年的股市惨跌是这种新的国际化势头的最好见证。在这次跌市中，世界上的主要股票市场指数有许多在极短的时间内下跌了差不多相同的幅度。市场的下跌幅度以及它给许多经济发达国家经济带来的类似影响表明，单凭投资者的预期无法解释市场这种前后相继的下跌。下文将看到，市场和证券交易商之间日益频繁的国际联系所带来的主要后果之一，就是一个人着凉其他人开始轮流打喷嚏。

加剧的国际化进程也导致竞争升级，这就是时势对投资银行的挑战。为了在新的全球市场立住脚跟，投资银行就必须具有比以前更高的资本密集化程度。对面临着来自全能银行和庞大的日本证券公司的激烈竞争的美国投资银行来说，如何以更低的成本筹集新资本始终是一个难题。这种情况带来的疑问很简单：规模较小的美国投资银行能否按《格拉斯—斯蒂格尔法案》所规定的那样，自力更生地与庞大的国际对手竞争？如果不能的话，如何最好地解决它们的困难？

在前面的章节里，我们讨论了资本成本的问题。投资银行本身也面临一个资本成本问题，这一点与它们的公司客户一样。我们将要谈到，两者的主要不同之处在于，投资银行业运转很快，其财务状况变动也很快——快于许多制造行业和其他金融服务业的公司。这就使该行业处于股票价格的大起大落和频繁的重组之中。通过增发新股来筹集新资本，对投资银行判断市场行情的能力经常是一个严峻的考验。

今天所有这些问题是在一个比前些年更宽松的环境里讨论的。前面的章节已经指出，证券交易委员会已经通过 415 及 144A 条款，赋予证券发行人以更大的自由度。虽然管制的总体框架依旧存在，管制当局却给予市场更大的灵活度以保持市场的国际竞争力。这里，我们再次看到主要问题是紧密相关的。在我们给投资银行业的前途下一个结论之前，我们先分别讨论上述的三个问题。

管制问题

在讨论投资银行与商业银行关系的论战中，管制方面争论最激烈的话题是：到底该不该废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》？法案的最初意图是保护投资者的存款不受那些贷款给股市投机商的银行的侵害，但它已经数次被美联储和证券交易委员会的措施所取代，以致于现在在许多领域它原有的隔离作用已被巧妙地避开了。尽管商业银行已经侵入了投资银行的专业领地，这一法案仍被银行界奉为圭臬。

尽管《银行业法案》常常被当作是一项较为严厉的立法，事实上，它关于商业银行与投资银行的证券活动的规定，与其说是苛细，不如说是针对性强。最初，银行有一年时限供选择申报从事商业银行业务还是投资银行业务。大多数银行选择了前者，于是现代投资银行就诞生了（见第一章）。如果 J.P.摩根的态度代表当时银行家心态的话，那么似乎没有人希望这个法规长期维持。新建立的摩根·斯坦利公司的策划机构就设在华尔街上，距 J.P.摩根公司只有几步之遥[①]。几年过去之后，人们才明白新政立法并不是一时权宜。但是大萧条搁置了许多筹资活动，结果投资银行业的衰败一直持续到二战结束。

第四章已经提到，证券商的实际资本金要求由证券交易委员会规定。《银行业法案》只不过将银行业务的两个领域分离了，但是在诸如向证券交易商提供流动资金之类的问题上，这两个领域的传统联系重新变得密切起来。商业银行向证券交易商发放短期贷款，间接地把商业银行置于证券市场变化莫测的风险之中，对此《格拉斯—斯蒂格尔法案》并不禁止。证券交易委员会监督实施的资本金要求旨在落实这种隔离措施，尽管商业银行资金依然明显地面临证券市场的风险。

① 参见 Ron Chernow, The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance(New York:Simon & Schuster, 1990)第 661 页。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》体制方面的规定仍旧是一个有争议的话题。经过 60 年的经济发展,把银行业一分为二的作法是否依然可行呢?在法案通过之初,美国只是露出了将要成为世界上最具影响力(如果不是最强大的话)的经济主体的苗头。批评者认为,过去 60 年的经济进步与发展已经给筹资过程施加了巨大的压力,而这一过程在体制上与大萧条的最初年头并无二致。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》为银行体系所设立的基本保护措施之一是针对商业银行存款的联邦保险方案,它是经过国会长时间辩论才通过的。储蓄存款的保险方案是在一年之后的 1935 年通过的。在对存款人进行了几十年的保护之后,这一体系在 80 年代遇到了新的压力:《存款机构放松管制及货币控制法案》和《加恩—圣·杰梅因法案》取消了 Q 规则以及其他利率限制。《格拉斯—斯蒂格尔法案》的后果之一是,它确定了资金成本的上限(Q 规则),事实上就鼓励了许多银行轻率贷款与扩张的冒险行为;它提供了存款保险,就保证了所需存款的流量稳定。70 年代后半期当银行存款的替代品出现时,该法案已经遭到了非议,但非议不是来自投资银行业。反对者认为,在利率环境变动的情况下,它根本没有足够的灵活性保证银行体系的安全。

支持者认为,应该看到《格拉斯—斯蒂格尔法案》仍然很重要,因为它是构建商业银行体系安全网的基础。但是像商业银行所指出的那样,继续维持银行业两个领域之间的壁垒似乎已不那么必要。因此,要求取消这项法案的呼声通常围绕着投资银行业的问题而忽视安全网的问题。80 年代与 90 年代初的储蓄危机导致为储蓄存款提供保险的存款保险公司—联邦储蓄贷款保险公司(the Federal Savings and Loan Insurance Corporation 或 FSLIC)破产,此举给它的国会指定继承者联邦存款保险公司(the Federal Deposit Insurance Corporation 或 FDIC)造成了巨大的压力,从这以后支持者的意见就明显出现了漏洞。尽管保护存款者的联邦安全网未受影响,但是整个银行体系却被置于危险之中。不仅仅是《银行业法案》有关证券业的规定显得过时,它所构造的安全网也受到严峻的考验。

由于前 10 年间的种种经济压力,《银行业法案》的条款正在慢慢露出破绽。尤其在 80 年代晚期,认为整个《格拉斯—斯蒂格尔法案》都已经过时而需要更替的论调变得更为强烈。但是,80 年代发生在商业银行业及储蓄机构领域的银行危机使管制当局及立法者都不敢贸然改弦更张,因为新的环境中充满了不可逆料的因素。

于是,要求取消《格拉斯—斯蒂格尔法案》的意见就开始攻击具体的

条款，而放弃了对原法案整个体系的攻击。商业银行是这场运动中当然的急先锋，它们所持的经济观点表面看来很有说服力，但是它们常常避开《格拉斯—斯蒂格尔法案》的一个重要构成因素。由于这个法案制定时的激进与革新的精神，它清楚详细地给出了商业银行业务的界定。这个界定无可辩驳地排除了更现代的商业银行定义应该包括哪些新的业务种类的讨论意见。投资银行业在公司证券市场中的业务被认为是商业银行的禁区。

由于疏漏，1933 年的《银行业法案》将证券业务领域遗留给了一小批可以操作证券发行与二级市场交易的专业公司。这种寡头垄断在 50 年代初美国政府起诉违反《谢尔曼反托拉斯法》的行为（即美利坚合众国讼亨利·斯特奇斯·摩根等人案）(United States v. Henry S. Morgan et al.)时再次受到攻击。但是，法案通过之后的大萧条年代除了债券换新业务外并没有多少新公司证券上市。结果当 20 年后朝鲜战争结束，艾森豪威尔时代的牛市出现之时，这一行业依然被一群富有新股发行经验的寡头所垄断。

投资银行和证券交易商所收取的证券承销费和佣金长期都是商业银行觊觎的对象。后者只要回想起在大萧条以前的黄金年代中它们最初用零售债券业务作为伸向零售商业银行业务领域的触角所取得的部分成功，就当然地把整个证券业务看作是它们的核心银行业务的一种补充。当时，向零售部门扩张的行为被称作“百货公司”银行业务，这个用语后来在 80 年代以另一形式出现。

如果把投资银行收取的承销费计作利润，再假设各环节没有什么损失，那么任何一年的费用总收入都将使这个行业成为全国收入最多的行业之一。如果再加上交易业务的毛利润，这一数字会是原来的三倍或四倍。这些种类的潜在收入与利润当然会吸引那些试图扩大它们的利润与收入来源的商业银行和其他金融服务公司，但是为了说动立法机关放松或取消现行法律，商业银行不得不采用某种经济观点。

最常见的说法是，凭借商业银行的相对规模和地域影响力，它们会以很好的市场定位进入承销市场。在这种情况下，证券业务将由资本独立的附属公司来经营，以避免与母银行的利益冲突。这些子公司进行承销业务，利用银行的设施来分售新证券和提供经纪服务。

就发行新证券而言，商业银行认为它们能以比投资银行更低的价格承销，这样可以为发行公司省去可观的资本成本。假设一年中新上市的公司股票与债券总值为 7000 亿美元，如果平均承销费率为 2.5%，假定

不发生承销损失，那么这项费用总计为 175 亿美元。如果商业银行声称它们只收取相当于投资银行索取费用的一半左右，而提供相同的服务，这样这一行业每年的发行费用和佣金就可节省 87.5 亿美元。

表面上，在放松管制的 80 年代这是一个颇具吸引力的无法抗拒的论点。但是，投资银行反驳道：这种论证还没有将风险情况考虑在内。即使 175 亿美元是一个精确的数字，最终到底能实现多少不可能在事前说清，因为在最终的售价问题上，市场是最后的决定者。除此之外，专业技能的问题在论战中也被提了出来，但是却被商业银行有意地避开了。

投资银行为维持寡头垄断进行辩护的最动人的论点之一，最早是在富有历史意义的"美利坚合众国讼亨利·斯特奇斯·摩根等人案"中提出来的。投资银行声称，它们与公司客户长期发展起来的联系赋予它们对客户需求以及如何在市场中实现这种需求的独一无二的洞察力。这一论点极其雄辩，不容辩驳。当为公司进入市场发行新证券提供顾问时，这种联系可以被理解成资本费用的考虑。

客户公司与其投资银行的关系充分证明，投资银行知道如何给新发行的证券作最优的定价，既不至于把发行弄糟，又不会卖得太便宜。承销费是根据投资银行认为它在发行中所面临的风险来决定的。较高的风险意味着高额的承销费和尽力义务。如果让那些对发行市场中风险与收益的基本关系并不熟悉的商业银行或者其他金融服务机构来扰乱费用结构，这将会给承销银行和筹资公司双方都带来灾难性的后果。

有一些现今的事例可以作为这种论点的佐证，投资银行可以举出商业银行在欧洲债券市场担任承销人时相对并不成功的表现，特别是担任牵头经理人与联合牵头经理人时的情况。除了 J.P. 摩根证券公司(参见表 1-5)以外，货币中心银行的商人银行附属公司在欧洲债券市场上从来没有取得过它们所设想的成绩。许多银行本来试图通过这种方式学得承销技能，以在《格拉斯—斯蒂格尔法案》撤销以后能派上用场。但是 70 年代中期和 80 年代的试验对许多商业银行而言并不成功，有一些实际上已经退出了这个市场，只剩下投资银行在与外国的全能银行和证券公司竞争。

专业技能在新证券发行领域展示重要作用的另一方面是人员问题。投资银行的传统看法是，它们的专业技能根本不同于商业银行。事实上，认为商业银行可以为企业节省大笔资金成本的观点，如同让传统的"利差"银行家冒然闯进另一个根本不同的银行王国。销售证券的风险最好还是由熟悉市场的人来衡量，而不是那些把证券市场当作金融超市某一部门的人。

论战中旗鼓相当的方面是关于薪酬的问题。投资银行家的报酬远远高于商业银行家,而且商业银行家不可能不付代价就掌握投资银行的功能。明摆着许多公司财务专家和交易商的报酬远远高于商业银行的主管人员,但究竟商业银行是否愿意为投资银行的专门知识付出代价还是个未知数。投资银行传统上就比商业银行更少"公司观念",它有高薪雇佣员工的传统,特别在利润丰厚的时期。虽然许多投资银行现在已是公众持股公司而不再是私人合伙制企业了,这一传统依旧保持着。在更为公司化的商业银行界,高薪一般是为高层管理人员保留的。如果商业银行与投资银行合并,那么由于两者有不同的薪酬水平,公司内的协作将是一个潜在的问题。

尽管1933年《银行业法案》划定了明确的界限,联储毕竟还是给予商业银行从事投资银行业务的些许自由。在这方面,联储的权威来自它监督实施的《银行控股公司法案》。商业银行如果要从事与投资银行业务密切相关而又不符合1933年之后的传统界定的活动,就必须取得许可。1989年以后,联储通过对《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条更宽松的解释,使商业银行得以有限地进入新证券发行市场。这一条规定"成员银行不得以任何方式附设主要从事公司证券的发行(floatation)、承销、公众推销或者分销等业务的任何公司、团体、商业信托机构或其他类似组织"。但是,对"主要从事"这一词语更灵活的解释总算使一些商业银行获准进入公司证券市场。

商业银行的投资银行附属机构今天已经可以承销股票与公司债券,并且可以作为商业票据的交易商,后者是相对较晚才出现的现象。获准经营这些业务的商业银行通过它们作为一级交易商的附属机构——不是主要从事公司证券的承销与推销的组织——进入了证券市场。而且,这些银行依旧在百分之十比例规定的限制下经营。根据这一规定,《格拉斯—斯蒂格尔法案》的第20条可以解释为,从事公司证券业务的公司在任何连续的两年期间从承销与交易业务中所获收入不得超过其总收入的百分之十[①]。经过这一解释,虽然文字昭然在目,但实际上《格拉斯—斯蒂格尔法案》禁止联邦特许商业银行进入证券市场的禁令已经名存实亡了。

---

① 联储实施监管的一个例子是,1993年5月宣布允许化学银行(Chemical Bank)参与公司证券的承销。鉴于其他商业银行以前也曾得到过许可,联储指出:"理事会认为,这些证券承销和交易活动并不违反《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条,前提是在任何两年的时间里,参与这些活动的公司从银行本不具备资格的证券承销和交易业务中获取的收入不超过其总收入的10%。"《联邦储备委员会公报》,1993年5月17日。

商业银行提供经纪服务已经为时不短了。依照经纪人不得从事承销的原则，许多商业银行在 80 年代收购了**贴现经纪公司(discount broker)**以全面实现金融超市的构想。前一章已经指出，这一营销理念是客户在办理普通银行业务的同时能够享受贴现经纪服务。这些附属公司仅仅作为经纪人，或代理人而不从事承销业务。大多数银行仅是提供经纪服务，这样可以节省费用并避免与管制当局冲突。许多商业银行通过这种方式扩大了它们的服务，但是结局则不一而论。

这方面广为人知的两个试验(其中一个是由非银行机构进行的)最终证明并不成功。美洲银行(Bank of America)在收购贴现经纪人查尔斯·施瓦普公司(Charles Schwab)之后几年又把它卖掉了。在非银行金融部门，西尔斯公司(Sears)历经数年试图在其零售百货店里为顾客提供证券经纪服务，之后不得已宣布放弃丁韦特公司(Dean Witter)的方案。这两个结局对把单个金融机构办成包容全方位零售和机构产品及市场的超级市场的构想不啻是沉重一击。

在商业银行向传统投资银行领域的两个方向上的进军中，目前承销与交易业务的表现比零售业务方向成功一些。但是这一总结只是适用于那些致力于挑战《格拉斯—斯蒂格尔法案》的货币中心银行，而并非所有的商业银行。1992 年向国会提交的《金融服务议案》本可以促成 1933 年《银行业法案》及 1927 年《麦克法顿法案》的正式取消，但却被搁置到 11 月份的选举之后讨论，从此再也没有被重新提起[①]。在正式立法缺位的情况下，联储继续通过解释《格拉斯—斯蒂格尔法案》放宽对银行业务与承销业务的定义。但是除非这项法案或其他类似法案通过，否则银行进入投资银行业的法律依据还将是特别的，而非法律上名正言顺的。

制定新法以取代旧法，不仅是商业银行而且是管制当局的愿望。过去五年中全球的金融服务业已有了长足发展，而美国的银行系统还在一条被纽约联邦储备银行前总裁 E·葛洛德·柯立根(E. Gerald Corrigan)称作"历史性特许"的道路上蹒跚而行。《格拉斯—斯蒂格尔法案》与《麦克法顿法案》的原始规定简直就跟 1987 年以后的世界银行业不是一个调子。他说，"事实上所有工业化国家的银行与金融业都发生了体制上的变化，而美国现行的银行业体制跟世界上的银行业体制根本不是同一步调"[②]。

---

① 1927 年《麦克法顿法》禁止商业银行跨州开设分行，这给银行在全国范围内开展分行业务设置了重要障碍。

② E. Gerald Corrigan, "Rebuilding the Financial Strenth of the U.S. Banking System," Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, 1992 年夏季号第 3 页。

尽管认为存在体制上的毛病，柯立根也承认美国银行体系有一些不能也不应该抛弃的内在优势。“尽管银行业特许已今非昔比，但是银行体系还是在发挥一些无法替代的作用……银行体系仍然是仅次于最后的贷款人——这种功能在1987年股市危机时几乎就像教科书上所讲的那样发挥出来了”。而且这种影响力也作用于正常秩序下的资本市场。“总之，我们无法断言……如果没有银行体系提供的各种形式的信用担保和流动性贷款保证，许多资本市场工具还能不能像现在一样为市场所广泛接受”[①]。

商业银行重新进入证券业的偶然方式，促使证券行业自己来对整个银行业的前途提出种种建议。证券业协会(the Securities Industry Association 或 SIA)采取了一些政策立场，在认识到商业银行的侵入已不可避免的情况下保护自身的利益[②]。这些策略试图在保护投资银行业的完整性的同时，允许商业银行按照这个行业的规矩加入进来。

例如，证券业协会对进一步立法采取了两面性的意见。本质上，它要求维持投资银行业的独立，以保护联邦保险体制银行的存款者免受不必要的风险。另一方面，它要求商业银行附属的商人银行与投资银行机构独立于母银行任何经联邦保险的业务之外，以保证投资银行业的固有风险不会由政府机构的保险项目来承担。

除了保持两个领域的继续分离外，证券业协会还建议，商业银行不能把来自联邦政府的补贴和支持间接地传递给其附属公司，既然投资银行显然不能依赖于这种外援。证券业协会还建议，证券商应该有权在金融危机时从联储获取帮助，有权进入联邦资金市场，并有权参加联储的美元支付体系。简言之，投资银行要求1980年《货币控制法案》的主要条款也像适用于所有存款机构一样适用于它们。如果商业银行获准进入证券业，那么投资银行则要求获准进入通常是商业银行禁脔的货币市场和支付体系[③]。

到底这些建议会不会造就美国式的全能银行还说不准，但是信用度的问题依然没有解决。商业银行过去已经发现，很多客户尤其是国外的客户，并不认为附属机构具有与其母银行一样的信用风险水平。即使商业银行按照现行原则经营证券业务，它们也必须保证子公司有足够的能

① 同上。

② 证券业协会是投资银行家协会的继承者，后者曾是投资银行和证券交易业务的最早行业团体。

③ 证券业协会的立场在1991年5月理事会发表的“Summary of Key Positions”一文中有简明扼要的陈述。

让客户放心的资本。这在一些情况下意味着比母银行拥有更雄厚的资本——在可预见的未来一段时间中，这种前景会让许多商业银行对投资银行望而却步。

如果某些尚在讨论之中还未付诸实施的政策建议得以通过，证券业和商业银行业在功能上就会更近一步。金融超市最终得以成形——这一次可不是营销的概念，而是两大行业分久必合的必要妥协。但有一点看起来是肯定的，商业银行自身的分支机构不能经营证券相关业务，因为这样有可能将冒险的市场活动与投资者的存款联系起来。

市场的国际化

除了应付商业银行的竞争，投资银行发觉它们在市场中还得面对来自国外的竞争。自从 1982 年衰退的结束和随后开始的牛市以来，市场中开始充斥着新开发的金融产品及向国内外客户兜售它们的证券商。此外，一些国家的几项新立法也加速了这一国际化的进程。

美国投资者对欧洲市场上或以外币标价发行的证券的需求是新近出现的现象。但是，随着过去 20 年间主要金融中介产品的资产组合呈指数级地增长，货币品种多样化正受到越来越多的欢迎。认识到这一需求，许多投资银行通过子公司向伦敦的欧洲市场和精选的外国国内市场扩张。通过离岸业务机构，他们不但可以为国内客户服务，而且还可以发展与国外的联系。

从 80 年代中期开始，许多外国证券机构出于同样考虑在华尔街上开设了营业点。第三章已经指出，日本、德国、瑞士和英国的一些证券公司已经成为美联储的一级交易商。承销公司证券是主要的诱因，还有就是为自己或美国投资管理客户提供货币管理服务。这些公司在纽约的存在成为美国要求在它们本国的金融市场上占有更大份额的谈判砝码。日本的国内市场尤其让美国证券商和美联储动心，它们一直施加压力要求允许更多的美国证券商在东京开展业务。

另一方面，在 1986 年英国《金融服务法案》——更多地被称为“大冲击”——通过以后，很多美国证券商进入了英国市场。这一法案对许多传统的英国投资业务解除了管制，允许更多的外国商人参与英国市场。美国投资银行被英国股票交易所采用的柜台交易新方式，以及英国政府债券即**金边债券**(gilt)市场所吸引。在英国作为金边债券的认可交易商类似于在美国成为一级交易商，这对于有国际化雄心的证券公司具有十分

重要的意义，因为以英镑标价的债券市场几乎只限于政府债券。

“大冲击”，再加上美联储所采取的关于一级交易商的自由化措施，使得金融市场比历史上任何时期都更为国际化。此外，英国证券商在纽约为数众多，他们在纽约而不是在伦敦买卖大量的英国股票，以逃避英国的股票转手税。这个“离岸”市场帮助美国证券商熟悉了英国股票，尽管两个股票市场之间已经构筑了良好的沟通。

其他资本市场在 80 年代也变得更为自由化了。德国政府于 1984 年取消了向持有德国政府债券的外国人征收的债券持有税，以回报当年美国政府所采取的类似措施。这减少了投资者在货币间与各种债券间转移资金的限制，在某种程度上促进了政府债券市场的一体化。德国马克标价的债券流量的增加，形象地说明了简单的税收法规会怎样妨碍资本流动，而一旦取消资金又会怎样根据汇率与投资者的预期在市场间平稳地流动。

减小市场间摩擦的另一个因素是日本政府于 1980 年 开始批准实施的日元流通自由化措施。通过允许日本金融机构持有更多的以外汇标价的投资，日本大藏省使金融市场产生了多年少见的需求量。日本较高的家庭储蓄流向其他主要金融市场，特别是对美国、德国、英国、加拿大、荷兰等国的政府债券形成巨大需求。

新型的金融市场一体化进程的最好例证之一在 1987 年以一种消极的形式出现。当全球股市在美国股票指数的带动下集体狂泻之时，人们开始认为一场全球性的经济崩溃已经形成了。美国的主要股票指数下降了 20%，世界上其他主要股票指数也随之下跌了近似幅度。这种价格的同时下跌提醒许多市场观察家，只有一场事实上的崩溃才可能引发这种对经济信息的全球性消极反应。

事后，人们对这场最终被证明不过是暂时的跌市进行了缜密的分析。分析的重点是主要股票市场之间的联系，以搞明白罪魁祸首到底是市场的体制结构问题还是突然变得低迷的投资者群体心理。结论是这二者都有一定责任。

市场的国际化可以从市场间的连锁变动中看出来，这种情况的原因部分归之于它们之间先进的通讯联络，但是真正体制结构上的联系却消失得无影无踪。一般来说，通讯是指当一个市场开始陡然变动时，其他市场很快地获悉然后以相同方式作出反应。但是这种变动是否都必须是一致下跌呢？

1986—1987 年的大冲击以来建立起来的联系可以部分解释纽约与

伦敦之间连锁的市场变动。既然相互作为对方的造市者，英国与美国的证券公司对利率上涨的威胁、国会对80年代合并狂潮的潜在干预以及外汇市场上美元的贬值会作出类似的反应。因为许多英联邦国家的股票在伦敦交易，也就不难解释何以很快地形成对其他市场的打击效应①。

尽管对全球性的跌市还没有一个圆满的解释，但证券交易商网络形成的市场国际化肯定也推动了这次下跌。投资者的反应也是一个因素，但是其效果难以量化。与证券商一样，投资者自80年代早期以来也扩大了他们的交易范围。许多机构的资产组合中，国际资产的比例已有很大增加；但是与国内持有量相比，主要信用工具的国际持有量依然较小。不管怎样，在国内适用的资产组合管理工具现在也被用于国际性资产组合。美国国内市场的卖出信号于是也能被国际市场感受到，当然主要市场指数会发生连锁反应。

另一个重要的但常常被忽略的因素是外汇市场。作为现在世界上最繁忙的金融市场，每天的交易量估计达7500亿美元至8500亿美元。外汇市场流向证券市场的资金飞快地从一种货币转换到另一种货币。作为证券市场的一个资金来源，外汇市场是一个关系重大的因素。

在国际金融市场上，由一种货币飞快地兑换成另一种货币的资金常常被称为**热钱(hot money)**资金流。国家之间的利率差是热钱的主要追逐对象。例如，投资者在英国利率高于其他主要工业国利率时就买进英镑标价的证券，当英国利率下降时就脱手。出售英镑的愿望会导致出售原本用英镑购买的投资；通常是金边债券，在某些情况下也可以是英国普通股票。

这样，在降低利率的情况下，当股市的其余国家觉得较低的利率有利于一国经济时，国际投资者就会匆忙出售在该国的投资，以避免该国货币的敞口风险，规避汇率损失。如果这种出售的压力波及其他投资者，那么表面上正面的经济信息也会使市场陷入混乱。

对国际投资开放的证券市场之间的联系，远不同于隔离于国际压力和外汇市场之外的较小的经济体系和市场。作为主要货币中心银行之间的国际场外交易市场，外汇市场的影响力一直是跨国界的，所以一国的货币事件马上会通过市场机制波及其他国家。在过去十年间，投资银行比过去任何时候都更多地卷入外汇交易之中。

---

① 关于市场下跌，或"崩溃"的背景讨论参见 Charles R. Geisst, Visionary Capitalism: Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century(New York: Praeger, 1990)，特别是第二章。

1991 年,美联储宣布愿意与那些既有相应能力又有必要资本的投资银行,按照过去与商业银行的同样方式交易外汇。联储通常进行市场交易,以达到干预的目的——扶持美元或其他主要货币——通常在西方七国意见一致的情况下。联储的这一举措有两种解释:第一,它帮助主要投资银行更密切地与商业银行结成一体,这是上一节提到的那种趋势的继续;第二,它将投资银行的交易能力延伸至以前商业银行独占的领域。过去联储只承认商业银行在外汇市场中的地位,尽管两者都是货币市场的主要交易者。

更优惠的税收和投资法规与许多金融机构日益发达的全球联系促进了许多金融市场的一体化,但同时也带来了前所未闻的市场风险。这种新型的跨国风险在没有明确的国家管制机构或中央银行的互换交易市场尤为突出。互换市场把国际债券和股票市场的全部属性结合在一起,营建了一个无摩擦的真正国际化的环境。

由于互换市场这种国际化气氛,对它的一个切实担忧就是大规模违约,也称为**溶化效应(melt-down)**,这种局面会对欧洲市场上的银行产生国际性的影响,从而弄垮整个金融体系。这些影响肯定将是国际性的,因为正如第五章所指出的那样,很多主要的互换交易商也是主要的国际商业银行,或者至少是较大的投资银行。它们的主要互换业务客户包括很多过去进行过欧洲美元融资的公司。正如股票市场中的情形一样,互换市场的结构与功能两方面都真正地国际化了。事实上,互换市场很可能是 90 年代国际化市场的顶峰。

互换市场的无管制状态令管制当局不胜担忧。尽管 1988 年达成的巴塞尔协定规定的资本金要求并不包含互换业务,但是国际清算银行还是在 1993 年把互换业务纳入自己的准则。作为担保银行帐簿上的潜在债务责任,直到最近互换业务才被计入资本金要求,因为后者是用未还清贷款去除银行资产负债表上的债务和股本资本的总量计算出来的。可是,互换业务的风险并不比传统的贷款转化为不良贷款的风险小。

如果历史地看,特别是有鉴于市场的国际化与互换市场的发展带来的变化,显而易见 30 年代的法律已经丧失了作用。新的立法可能会从别的途径来实现原来的立法精神,但是市场已经把现行法律远远抛在后面,并成功地绕开了它。未来的商业银行体系正在按照自己的意愿初露端倪,其代表是那些如果不是摹仿,至少也是接近欧洲全能银行模式的银行。投资银行系统本身的前途还不是很清晰,因为它取决于按传统形式组织的机构在日益加剧的国际竞争面前的竞争力以及资本成本的问题。

欧盟、北美自由贸易区与关贸总协定

近些年来，银行及投资银行服务问题成为全球性和区域性国家间及贸易集团间大多数重要贸易谈判的内容之一。由于上面介绍的种种原因，市场变得更加国际化，跨国界的资金流动，特别是通过证券市场的流动，显得日益重要。

外国证券公司进入他国证券市场一直是一个有争议的问题。投资资金在国际间的转移可能影响到相应国家的货币政策与利率结构。不是所有国家都愿意让本国居民投资于外国证券公司，一是怕本国证券公司可能会顶不住竞争的压力，二是怕外国公司对国内市场影响力太大。于是，为了将外国公司的影响力压到最低点就要经常人为地制造壁垒。

尽管金融市场的国际化趋势已经对消除这些壁垒产生了一些作用，但它们依然存在。关于资本控制与国内银行业及证券市场准入的规定在不同国家间各不相同，依然成为一些国际条约和协定的主题，从欧盟(EU)(即原来的欧共体)法规到北美自由贸易协定(NAFTA)以及关贸总协定(GATT)都不例外。尽管金融市场的国际化程度更为开放，但在许多情况下还远不是对外国投资者畅通无阻。

现今，欧盟法规可能具有对美国投资银行业最广泛的影响。迄今为止，美国证券机构在欧盟成员国市场的最大阵地是英国。前面几章已经提到，1986 年以前，大多数的市场渗透是针对主要设在伦敦的欧洲债券市场进行的。但是严格地说，这并不是对伦敦股票与金边债券市场的渗透。1986 年“大冲击”出现之时，美国公司在英国国内市场取得了大小不一的进展。向其他欧盟国家的扩张一直都比较缓慢，成绩也是参差不齐。无论如何，一个巨大的、单一的，最终取消限制的市场前景可能是对致力于海外扩张的美国投资银行的最大诱因。

原来适用于金融市场的欧盟法规，同所有国际协定一样，统一适用于所有成员国，虽然法规在不同国家生效的时间不同。原则上说，这些法规准许在任一成员国注册的证券公司自由进入所有的联盟市场。这就是说，一家英国公司可以进入所有其他的金融市场而不用逐一地在各个市场重新申领执照。取消了执照发放方面的壁垒，市场就对不同国籍的公司一律平等了。

最重要的是，欧盟法规要求成员国的金融市场统一操作规范。这包括获准进入股票交易所挂牌的上市要求、新证券上市的募股说明书标准

样式、内幕交易的管制以及证券公司的基本资本金要求。一旦这些目标都得以实现，金融服务业市场就将整齐划一，各成员国证券公司就可以互相进入对方市场。

这个前景令一些(但不是全部)一流的美国公司怦然心动。为了渗入共同体市场，它们必须在某一成员国合格注册，比如说在英国。但是，子公司的所有权又将是一个难题，因为许多在欧盟境内开展业务的非欧盟成员国证券公司的母公司都是美国籍或日本籍的。子公司可以作为一家本地公司注册，但是由于其投资母体实质上是外国的，所以就可能受到有关经营范围的当地法规的约束。

尽管欧盟的市场潜力大于美国国内市场，但美国公司必须克服巨大的阻碍才能在整个欧盟市场取得它们在欧洲市场已有的地位。尽管统一规范可能比各地的市场规范更为有利，但如果要判断在譬如西班牙的股票或债券市场进行承销是否可行，就必须对人员、管理和资本问题详加研究才能下结论。但是毕竟，新的欧盟法规已经为所有现存公司在欧盟境内各处的经营活动提供了更多的便利。

1993年国会通过了北美自由贸易协定的条款，它对美国证券公司具有同样的重要意义。北美自由贸易协定是美国和加拿大两国在1988年通过的自由贸易协定(FTA)的后续。墨西哥没有参加自由贸易协定，但却参加了北美自由贸易协定。自由贸易协定专门规定，在加拿大任何一个联邦管制的银行机构中美国公司所能持有的股份限额。该协定确保加拿大金融体系的控制权不致落入美国人手中，这离自由进入的精神相差太远了。

自由贸易协定的另一个主要条款规定，允许在美国的加拿大银行承销和交易加拿大政府(包括省政府)及其附属机构的证券。来自加拿大的法人实体一直是美国扬基债券市场的借款人，而这一条款使得加拿大银行可以分享发行新债时的承销利润。但更重要的是，同一条款根据《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条规定，允许加拿大银行加入承销商的行列。几家加拿大银行已经获准加入为数不多的有权承销债券和股票的商业银行的行列。

虽然北美自由贸易协定是以自由贸易协定之基础，但是公众对它的注意力却主要集中在墨西哥与美国之间的市场准入问题。与它的前身类似，北美自由贸易协定保护墨西哥的银行和证券公司免受美、加两国大型金融机构的兼并威胁。根据协定，墨西哥在直至世纪之交的较长的过渡期内允许美国和加拿大持有其证券公司的所有权，同时保留在它认为必要时冻结这种所有权进一步扩大的权力。但是，墨西哥同意美国和加拿

大的银行及证券公司建立金融控股公司，而这种机构可以用来在墨西哥收购其他金融公司。

尽管这些国际条约确实为跨国经营的证券公司消除了一些壁垒，尤其是减小了公司收购所在国当地公司的困难，但是所在国依然残余着可以用来保护本国金融行业的壁垒。关贸总协定就是这样一个例子，与其他协定相比，在促进国际金融服务业发展方面它更缺乏效力。

因为在各种国际贸易条约里关贸总协定是签字国最多的，它所使用的语言也是最笼统的，很少会有具体的规定。它促进了自由贸易，方便了金融服务公司开展国际业务，但它毕竟把具体问题留给各个国家去分别谈判解决。就美国而言，美国同意向申请在美国营业的外国金融业公司发放执照；但是如果这些公司的母国不对美国公司给予对等待遇，美国将拒绝它们的申请。

虽然签订了关贸总协定，但一些国家针对外国证券公司进入本国市场而筑起的壁垒大部分依然存在。这样看来，关贸总协定在金融服务业方面不及在商品或原料的实物贸易方面有效。致力于开拓海外业务的美国公司发现它们的境遇比前些年并无显著改观，正如试图进入美国的外国公司的感觉一样。

投资银行的竞争力

在许多情形下，投资银行业的可悲之处令人想起那些正在奋力抗拒来自发展中国家竞争的老牌产业，这就是：它们有能力创新，但是却不能有效地提供服务，最终在竞争中丢失了市场份额。互换市场是商业银行捕捉到的第一个创新的点子，而承销业务正逐渐在成为第二个。

如果要检验投资银行与商业银行的竞争力，最好的场合之一就是欧洲市场。从70年代中期以来，美国投资银行在欧洲债券承销市场中取得了巨大的进展，这一过程面临着德国和瑞士的全能银行以及后来庞大的日本证券公司的激烈竞争。在这两场竞争中，与投资银行交手的都是资本远为雄厚的机构，并且有一些机构还拥有更为丰富的国际经验。

在80年代初引入"包销业务"以后，美国投资银行在欧洲债券市场的影响力达到了顶峰。第一章已经提到，证券交易委员会415条款和暂搁注册的实施打破了旧式辛迪加的小圈子，而代之以投资银行方面的一种咄咄逼人的态度，此时的投资银行必须以更大胆的报价达成交易，而且不能指望辛迪加的利润作为依靠。

欧洲债券市场在美国官方采取暂搁注册之前已经采用了类似的技术，这就帮助那些大型的欧洲债券发行机构施展它们的金融实力和募集能力，在没有通常辛迪加承销商利润的情况下，先由经理人包销全部证券，然后再向投资者分销。尽管这种作法最初把一些灰色市场的庄家从新债券生意中排挤出去，并且迫使较弱的承销商退居一隅，但它毕竟是针对美国国内债券市场将要发生的变革而进行的有益练习。

虽然415条款对不同市场中的承销者行为产生了不同的影响，但是认为美国证券公司正像美国制造业在70年代末到80年代中期落后于国外竞争那样的忧虑依然挥之不去。特别是在欧洲债券市场，日本的大型银行和证券公司涌入最大承销商行列的事实更为那种认为美国产业整体上正在衰落的论调提供了依据。

虽然在国际市场中出现了新的竞争因素，但是美国投资银行的创新技能水平从未受到怀疑。瑞士和德国全能银行的承销强势大部分可以归之于它们可以动用自己银行管理的资金完成大额承销头寸的募集的事实。这些全能银行可以向承销委托人宣称，它们毫无疑义地、不动声色地完成募集交易的能力在一个多变的市场中有利于承销证券价格的稳定。当这种能力给它们创造了良好的经营成果的时候，也就巩固了它们作为经营良好、利润丰厚的机构的声望。这种情况使诸如德意志银行之类的银行可以进一步扩大它们的影响及声望。德意志银行在80年代中一度是加拿大省级政府债券在国际市场的最大承销商，而它在加拿大境内竟然没有任何投资银行办事处。

但是日本证券公司，特别是野村证券公司所取得的成就则不那么容易解释了。一般而言，证券公司没有可与商业银行相匹敌的金融实力，因而公司客户对二者的态度也有所区别。但是，野村证券公司长驱直入欧洲债券市场，既不是凭借广泛的海外联系，也不是得力于金融专业技能。相反它依靠的是庞大的资本，这代表着一种正在迅速发展的趋势。现在，客户已经要求与之合作的证券公司有同商业银行一样的资本规模。在表7-1中可以找到世界上最大的若干家证券公司。

特别是80年代，日本证券公司多方面受益于东京股票市场异乎寻常的强市。火爆的牛市吸引了众多的投资者，增加了这些公司的收入，同时也提高了它们股票的市盈率。因为日本证券公司大约40%至50%的收入来自于经纪人佣金，牛市大大增加了它们的盈利。因为当时日本仍然实行固定佣金制，并没有什么压力要求降低向顾客收取的费用，这也增加了收益率。

表 7-1

世界最大证券公司排名，1992 年底

单位：百万美元

公司名称	国别	资本金额	资产总额
野村证券 (Nomura Securities)	日本	$ 16969	$ 50787
美林公司 (Merrill Lynch)	美国	11306	68456
大和证券 (Daiwa Securities)	日本	10993	36841
日兴证券 (Nikko Securities)	日本	10054	24995
所罗门兄弟公司 (Salomon Brothers)	美国	10037	98889
高盛公司 (Goldman Sachs)	美国	9349	55752
山一证券 (Yamaichi Securities)	日本	8696	24458
摩根·斯坦利公司 (Morgan Stanley)	美国	6570	45880
谢里斯·雷曼公司 (Shearson Lehman)	美国	6322	44689
丁韦特公司 (Dean Witter)	美国	5886	21156
黑斯国际 (Hees International)	加拿大	3979	4183
CS 第一波士顿 (CS first Boston)	美国	3024	18883
日本国际证券 (Kokusai Securities)	日本	2531	4478
史密斯·巴尼公司 (Smith Barney)	美国	2457	14287
比尔·斯第恩斯公司 (Bear Stearns)	美国	2316	19787
劝角证券 (Kankaku Securities)	日本	2249	3963
佩尼韦勃公司 (PaineWebber)	美国	1989	20131
和光证券 (Wako Securities)	日本	1788	3112
新日本证券 (New Japan Securities)	日本	1648	3846
华宝公司 (S.G. Warburg)	英国	1610	18589

资料来源：《华尔街日报》，1993 年 9 月 24 日。

资产与股本的高回报使日本证券公司相比之下可以获得较小成本的资本。相比,美国公司的资本成本却较高。举例来说,1985—1989年间,日本证券公司的资产实际回报率为1.83%,而同期美国公司的这一指标仅为0.33%。日本的股本实际回报率为19.6%,而美国只有9.7%。同样地,日本的市盈率倍数较高,达到21,而美国是9[①]。

前一章指出,纽约证券交易所成员公司的经纪人佣金占其总收入的比重一直在下降。在80年代中期,它们约占总收入的25%。在此同时,日本公司却由于固定佣金制——非协议佣金,故而其佣金收入竟占到总收入的50%。简言之,日本公司较之美国公司及其他协议佣金制下的外国同行有着天然优势。(许多主要市场也已经采用协议费用制基础,比如英国在1986—1987年)。

诸如野村证券和大和证券这样的证券公司利用国内优势,在欧洲债券市场上为争夺新的委托业务而施展金融巨擘。即使是在国际领域,国际承销和募集能力依然有一部分来自于国内关系。许多日本公司争取到的欧洲债券的委托承销业务也是来自于日本公司的。同样的,许多美国投资银行也是从进入离岸金融市场的美国公司那里获得委托的。

投资银行的国际竞争力在很大程度上与其国内竞争力相互联系,密不可分。但是,国内竞争力并不一定意味着跨国业务的成功。当一家外国投资银行进入另一国国内市场时就可以看到这一点。野村证券公司在美国的早期经历可以为证。在1981至1987年间,野村公司在其参加的总共26次美国公司债券承销业务中只有17次是列在承销经理人当中,其他日本证券公司的经理人位置也是大致的情况[②]。这个数字只相当于一年间在欧洲债券市场担任牵头经理人或联合牵头经理人的平均次数。

美国公司在进入日本国内资本市场的过程中也遇到过类似的困难。尽管一些外国证券商在其他市场上能够成功地参与政府债券的报价,但是要被国内公司承销商辛迪加接纳却颇为不易。总的来说,现有的专业辛迪加和承销商在很多时候不愿接纳外国竞争者,即便接纳,也会对它们的进入施加各种限制。无论从短期还是长期来说,这些限制的成本很大。

因此,在欧洲市场的胜利并不表明在各国国内市场上也一定会获胜。但更重要的是,在欧洲市场的无管制环境中大显身手并不一定能体现一家投资银行在其国内市场中的能力,但是它通常能反映出这家银行在国

① Beverly Hirtle, "Factors Affecting the Competitiveness of Internationally Active Financial Institutions", International Competitiveness of U.S. Financial Firms (Federal Reserve Bank of New York, 1991),第15页。

② Samuel L. Hayes and Phillip Hubbard, Investment Banking: A Tale of Three Cities,第286页。

内可能受到的制约。投资银行的资本成本就是一个极好的例子。当美国投资银行遇到国际领域的竞争时,这就足以使人们关注它们在国内所受的结构上的或管制方面的桎梏。

上文提到的股本和资产的收益反映出投资银行在其国内市场上的表现,而不单单是它们在国际市场上的表现。这里所作的假设是:银行的长期收入大部分源于国内业务,而非源于国外或欧洲市场的业务。资本成本的问题也随着投资银行一道进入了其他市场。

这里讲的资本成本仅仅是指股本的成本。债务成本对开展国际业务的公司来说都差不多,而且如果用欧洲市场或外国债券市场作为衡量,新债券的成本对不同国籍的许多大证券公司都是一样的[1]。因此,国家之间任何资本成本上的差异就是在股本上,而后者的成本则是由该证券公司本国市场上的投资者决定的。

正如原来在第二章讨论过的,这一成本基于多种因素,并不仅仅是公司分发给投资者的股息。它还取决于很多无形的因素,比如对未来收益的预期、占有市场份额的能力以及经营管理的质量——这是对证券公司尤为重要的因素。如果公司运作环境的限制性因素太多,不如其外国同行的国内市场宽松,那么结果就是受制约的公司会比相对更自由的公司负担更高的资本成本。

举例为证,在 1982 年至 1991 年的十年间,除了 1984 年与 1990 年两年,美国证券公司的资本成本都比其日本同行要高。这一期间日本公司的平均水平是 5.06%,而美国公司是 7.81%。平均值的数字还不能看出美国公司资本成本的巨大变动幅度。资本成本最低的年份是 1984 年,仅 1.90%,而最高的年份是 1991 年,达 13.82%。而日本公司资本成本的波动就远没有这样剧烈,最高水平是 1990 年的 6.78%,最低水平是 1991 年的 2.6%[2]。

资本成本大幅度波动的原因很大程度上与市场波动有关。在 1984 年,美国公司开始经历萧条之后的牛市,股价上涨,操作新股的发行重新变得有利可图。而在 1991 年,市场再度处于衰退之中,投资前景黯淡,股价下跌。在前一章已经谈到,当经济与市场大幅度降温时,许多证券公司对待证券交易和产权交易的态度往往会对投资者的预期产生抑制作用。

---

① Robert N. McCauley and Steven A. Zimmer, "The Cost of Capital for Securities Firms in the United States and Japan", Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, 1991 年秋季号第 15 页及以下各页。

② 同上书,第 17 页。

在1990年衰退中东京市场前景也不容乐观，但日本证券公司都比较稳定。似乎在日本存在一种无形的信念，那就是证券公司和银行受中央政府扶持，远甚于美国公司之于美国政府。如果一家日本公司濒临破产边缘，政府可能会伸手援救，但美国政府是否会有同样的反应就很难说了①。政府的支持增强了投资者的信心，也就带来了较低的股本成本。

最后这一点强有力地揭示了美国1933—1934年以来银行立法的一个不足之处。商业银行一直就有联邦存款保险公司构造的保护网以防止存款者在险情中向银行挤兑，但投资银行却无此后盾。在理论上，商业银行不良的盈利状况不会影响存款人继续在它这里存款，也不会影响借款者向它寻求资金。简言之，由于保险网的存在，商业银行几乎可以不受干扰地进行经营。

那些提供零售客户服务的投资银行相对较晚才得到某种形式的联邦保险。证券投资者保险公司(the Securities Investor Protection Corporation或SIPC)在1970年成立，它的宗旨是保护在经纪人帐户中持有的证券，但并不保护投资者免受市场本身的风险。实际上，证券投资者保险公司承诺为把俗语所说的卖空者提供证券借贷。但是它没有免除证券商发放风险保证金贷款的责任，而联邦存款保险公司的作法实际上允许商业银行可以向随便它们喜欢的什么人提供贷款，而不必担心联邦保险的存款人抽回存款。

由于《格拉斯—斯蒂格尔法案》的激进风格，投资银行没有获得一个有效的安全网，这种缺憾令它们在资本成本上付出了代价。自415条款诞生之后，几家原先的私人投资银行第一次向公众出售股份，而另一些则寻找适当的合伙人以获取资金注入。大多数情况下，过去的合伙人公司已经让位于公开上市的投资银行，但在有些情况下美国投资银行的资本规模仍然落后于国际同业。

投资银行业的未来

美国银行业总体上来说在未来几年面临一个体制上的重大转变。大萧条年代立法所最早确定的框架已不再行得通，但是新的立法无疑会贯彻其根本的精神，因为新政立法仍然发挥着保护存款人和投资者的作用。

---

① 同上书，第19至20页。作者将这一点归之于两国不同的"安全网"措施，并以60年代日本政府紧急救援山一证券案为证据，与1990年美国德卢克斯·伯恩哈姆·朗伯特公司(Drexel Burnham Lambert)申请破产和起诉案相对比。

尽管1933年以后通过了许多华丽胡哨的证券法规，但立法的最初意图是防止银行存款人的资金遭受证券市场的风险。来自银行业两个领域的建议者都承认，这一原则不可动摇。

美国投资银行长期以来的经营环境比其主要国际对手所处的环境严厉地多。投资银行业也没有像商业银行那样享受政府的安全保护网。造成这种事实的根本原因是对风险的认识：证券市场就其本性而言比传统的利差银行业务具有更大的风险性，所以必须让证券市场自食其力；尽管政府要加以管制，但又不能让它依赖于政府的扶持。

随着国际竞争与日益一体化的资本市场的发展，对证券机构的股本资本额提出了更高的要求，于是耸立在美国银行业两个领域之间的高墙终于开始坍塌。但是至今为止，这种变化仍是在主要管制当局，尤其是在联储的默许下发生的。立法者对银行改革一拖再拖，根源是储蓄行业的麻烦以及新立法将会给商业银行整体上产生怎样的影响还不明确。根据主要工业国之间1988年达成的"巴塞尔协议"的规定，银行已经于1992年完成了资本的追加，所以现在判断商业银行在不远的将来的走向还为时过早。

由于放松管制的趋势和国际市场的风云变幻，投资银行发现它们处于一个新的竞争环境，时刻能感受到国际市场的潮涨潮落。过去几乎是清一色的合伙人公司，不过从事公司收购顾问和证券承销业务，今天却演变成为资本雄厚的上市公司，除了产权交易以外还致力于证券推销和交易。而产权交易可能比其他任何业务都更能拉近它们与客户的关系。

过去15年来投资银行业所从事的大多数业务，特别是债券市场中的业务，已经演变成被称为"金融工程"的体系。这些业务所创造的产品，特别是利息互换与货币互换，已经演变成为最大的市场之一，而这只用了很短的时间。尽管投资银行在过去10年间失去了部分市场，但它们毕竟是最初创造出这些衍生产品市场的专家。

虽然投资银行在过去的岁月里遇到了许多困难，它们还是在不断的变迁中保持住了传统地位，尤其是在1972年布雷顿森林体系解体之后。但是，这一地位一直并且还将继续受到全球市场的考验，而后者正使投资银行处于不利的竞争地位。在国外市场上进行交易和在欧洲债券市场上承揽承销业务对它们的股本资本提出了严格的要求。仅仅依靠专业技能不足以使投资银行立于不败之地；它们同时也需要一个更优越的国内环境。

投资银行所承受的压力来自几个方面。来自日本大型证券公司和欧洲全能银行的投资银行分支机构的竞争暴露了美国投资银行的资本问

题。这些在国内和国外承揽承销业务的大型证券机构都有政府的扶持，而美国投资银行缺少的正是这一点。只要这一差异存在，美国投资银行的资本成本就高于许多竞争对手，这就会降低它们在日新月异的国际市场上的竞争力。

所有关于从整体上改革银行业的建议都认识到了这一问题。商业银行声称它们可以比投资银行更有效地承销证券，部分原由也是因为资本成本的问题。至少从理论上讲，一个机构的资本成本越低，它向顾客收取的服务费用就越少。投资银行要求获准使用诸如支付机制和贴现窗口这样的联储设施，就是因为它们认识到这些特权可以提高它们在市场中的信用度，最终降低成本。

在许多情形下，可以认为投资银行业的现行体系使证券发行人蒙受了本可避免的高成本。虽然该行业在未来必定会有一个体制的调整，但它也不会脱离《格拉斯—斯蒂格尔法案》的根本精神。既然投资银行业寄形于它脱胎的经济环境和公司客户群，它在未来只能满足公司和零售客户的要求而改变自己。

在过去的10年间，关于投资银行业前途的讨论通常着眼于全能银行业。人们很自然地设想，投资银行最终会成为商业银行投股公司的分支机构，但是这一想法却没有得到普遍接受。80年代和90年代的讨论也没有更新颖的看法，关于商业银行扩展其业务以至涵盖投资银行业务的讨论从20年代以来就很盛行。根据表7-1与表7-2对比一下最大的投资银行与最大的商业银行的相对规模就可以知道，资本额在很大程度上决定了银行机构所能从事业务的潜在范围。

在本世纪20年代，当商业银行开始重视小额储户与投资者，并开始提供新的银行服务与投资服务时，流行的用语是"金融百货公司"，表示新型银行将仿照一战后迅速崛起的百货公司的式样。到了70年代和80年代早期，当商业银行开始收购零售经纪公司以及西尔斯·罗巴克公司(Sear Roebuck)收购丁韦特公司之时，流行的用语变成了"金融超市"：满足顾客所有金融购买欲望(包括一般银行业务及其他业务)的场所。

在过去10年之中，许多这类的扩张努力最终被放弃了。很多商业银行取消了它们的经纪服务。美洲银行在收购查尔斯·施瓦勃公司几年之后把它卖掉了，西尔斯公司也出售了丁韦特公司。当联储要求它们追加资本时，这些商业银行发现它们把摊子铺得太大了，这样就冲淡了它们发展经纪业务的热情。同时，1990—1992年的美国经济衰退以及欧洲与日本旷日持久的萧条也遏止了它们转向全能银行的势头。

表 7-2

世界最大商业银行排名，1992 年底

货币单位：美元

银行名称	国别	资本金额 (10 亿美元)	资产总额 (10 亿美元)	净收入 (100 万美元)
第一劝业银行 (Dai-Ichi Kangyo)	日本	$ 27.4	$ 473	$ 669
住友银行 (Sumitomo)	日本	30.6	453	936
樱花银行 (Sakura)	日本	28.5	446	647
富士银行 (Fuji)	日本	34.5	443	740
三和银行 (Sanwa)	日本	31.2	437	857
三菱银行 (Mitsubishi)	日本	23.3	425	497
里昂信贷银行 (Credit Lyonnais)	法国	34.4	350	(335)
农林中央金库 (Norinchukin)	日本	69.3	326	324
日本兴业银行 (Industrial Bank)	日本	206.3	321	470
德意志银行 (Deutsche Bank)	德国	42.4	305	1,108
农业信贷银行 (Credit Agricole)	法国	71.4	298	948
巴黎国民银行 (BNP)	法国	26.9	283	392
东海银行 (Tokai)	日本	17.4	267	409
三菱信托银行 (Mitsubishi Trust)	日本	8.5	266	281
法国兴业银行 (Societe Generale)	法国	24.5	257	592

资料来源：《华尔街日报》，1993 年 9 月 24 日。

全能银行业类似于 60 年代盛行的集团公司潮流。从理论上讲，各种金融服务业务的盈利状况呈周期性交替涨落。当存款利率降低导致零售银行业务下降或者由于衰退而使公司贷款减少时，经纪业务和承销业务的盈利就可以弥补损失。但是当银行组织整体上不能对金融市场的变化作出反应，从而不能达到以上的效果时，那么把投资银行业务结合到商业

银行中去的新体制就只会拖利润的后腿，而不是改善盈利状况。

投资银行业的未来可以断言，维持它们传统业务的途径不是扩大它们的资本金额就是成为更大型金融机构的一部分。它们不大可能被金融超市所吞并，因为这个观念至今还没有成功的例子。最大的投资银行应该可以保持它们的独立，甚至入侵商业银行的领地，正如现金管理帐户所证明的那样。小得可怜的小型经纪公司很可能会凭借提供特殊顾问服务的专业技能保持一片立锥之地。中等规模的公司是新经济环境中最脆弱的类型，它们既缺乏足够资金以迅速应付市场变化，其专业本领又不能涵盖足够的领域，无法坚守其中一个阵地来抵御经济困难。

最后，谈谈美联储在新环境中的作用。如果商业银行吞并投资银行，联储会发现它终于可以有效地管制这个从未纳入彀中的机构了。不同的意见会争辩，联储毕竟管制着一级交易商，这是一个牵涉了大多数投资银行的公司及市政债券市场。如果这两个领域的银行机构合为一体，这会不会使联储的最后贷款人的功能从传统银行业领域延伸到证券市场业务领域呢？如果管制方面的问题没有事先解决好，那么银行业的这种大规模合并就不大可能成功。联储与证券交易委员会的权限必须加以清晰界定以防止监管上的冲突。

投资银行业务的未来将会发现，投资银行和证券公司的组织结构一定不同于今天，但是其功能却不会有太大变化。银行业总体上的兼并与联合还将继续。当投资银行准备下一个世纪的行动方案时，千万不要忽视了一个重要因素。像互换交易和衍生品交易这样的新开发产品以及管制环境的变化（比如 415 条款的实行）已经给这个行业带来了很多变化。每当这种变化要求资本增加时，投资银行业都必须调整自身，跟上步伐。如果这种趋势继续发展，这一行业就必须找到新的资本来源，或者与愿意提供资本的伙伴合并。

供讨论的问题

1. 80 年代是金融服务业放松管制、商业银行试图进入证券业的时期。在这样一个宽松的环境中，对商业银行进入证券业有哪些赞成与反对的根据呢？
2. 商业银行采用什么经济观点来论证其进入证券业的合理性？对此，投资银行有何反驳根据？
3. 什么是“全能”银行？美国的金融体系怎样在向这个模式靠拢？

4. 对商业银行而言，经营经纪人附属公司与经营承销机构有何区别？
5. 为什么美国投资银行的资本成本会高于其日本同行？
6. 为什么投资银行在欧洲债券市场上的成功并不足以说明它们在外国股票或债券市场上也会取得成功？
7. 讨论《格拉斯—斯蒂格尔法案》第20条对于商业银行向公司证券市场扩张的重要意义。
8. 商业银行合并一家投资银行时可能会遇到哪些问题？

词 汇 表

American Depository Receipt(ADR) 美国存托凭证

海外股票持有人存放在美国信托机构的代表收益人所有权的一种收据。这种收据在股票交易所和场外进行交易。

Arbitrage 套利

在两个市场上同时买入并卖出一种证券或衍生工具合约,以此赚取买卖差价。

Arrears swap 延迟利率互换

交易一方以计息期末而不是期初的利率,来计算应付给对方的利息金额的利率互换。

Asset-backed security 资产依托证券

一种以借款人的资产(通常是应收帐款这类的金融资产)为抵押的债券。这种证券凭据在支付债券利息和本金时使用。

Auction 拍卖

美国财政部分销新发行的各种长短期国债时采用的方法。纽约联邦储备银行作为拍卖代理人,代表财政部操作拍卖。

Bankers acceptance 银行承兑票据

货币市场的工具之一。由商业银行以贴现的方式发行,用于与贸易相关的借款融资。

Bankruptcy Reform Act of 1978　1978年《破产改革法》

美国国会通过的修正1938年《破产法》和改革破产程序的法。该法第十一章规定股东和各级债权人在接受公司改组方案时享有同等权力。

Best efforts　尽力代销

一种股票分销方式。指主股票交易商仅就已销售股票收取佣金，而且对未销售股票不承担责任。

Beta coefficient　贝塔系数

通过某种股票的市场价格相关于市场指数的回归分析计算，所得出的分析此种股票市场风险的一种尺度。贝塔系数为1，表示该股票与市场指数同步变动。

Bond swap　债券互换

交易商和投资人使用的一种传统方法。指卖出一种债券的同时买入一种近似品质的债券。这种互换通常出于避税理由，当然在税务因素不重要的市场上也可以用于获利。

Bond yield plus risk premium approach　债券收益加风险溢价计算法

计算公司股本资本金的成本的一种方法。该公司的债券收益，再加上一个溢价，这个溢价代表购买该公司普通股的额外风险。

Bookrunner　簿记员

承销辛迪加中负责给其他辛迪加成员分配股票和安排最终付款的投资银行，通常是牵头经理人。

Boutique firm　小经纪商号

专门从事某一类投资银行业务（如并购业务）的小型华尔街公司。

Bracket　承销分档

承销商在承销辛迪加之中地位的指示。经理人位于较高的档次，普通承销商位于较低的档次。

Brokerage　经纪业务

将某种金融工具的买卖双方撮合到一起，赚取佣金的一种证券市场活动。经纪人不为交易双方的资金承担责任。

Bulldog bond　猛犬债券

外国借款者在英国本土发行的英镑债券。

Call money　活期贷款

商业银行借贷给经纪人的资金。这种资金可以随时被银行收回。

Call option　买入期权

在特定日期以特定价格买入某种证券或其他金融工具的一种选择权。

Capital assets pricing model(CAPM)　资本资产定价模型

以无风险收益率、市场预期收益率加贝塔系数计算公司股本资本金的成本(现值)的一种方法。公式如下：

成本＝无风险收益率＋(贝塔系数＋市场预期收益率)

Capital gains tax　资本利得税

对证券交易的盈亏所征收的税种。这一税种与一般所得税的征收分隔开来，虽然依据现行税法有可能税率相同或更为优惠。

Capital market　资本市场

容纳股票、债券，甚至于货币市场工具在内交易的市场。

Certificate of deposit(CD)　大额存单

商业银行在货币市场上发行的工具。将其与别的同名称银行产品区别的特征包括：原始的大额存单面额巨大，可以议付。

Co-lead managers　联合牵头经理人

在一桩股票或债券交易中位于发行公告上端、但不是左上角的承销商。联合牵头经理人通常是经过特别考虑而挑选的，比一般承销商赚取更多的佣金。

Collar 颈圈

指投资者为寻求最小风险而操作的买入卖出期权组合中，不在抵补范围内的资金界限水平。这种颈圈交易通常使用场外期权来设计。

Collateralized mortgage obligation 抵押保证证券

以一家银行或金融机构的全部证券作为抵押保证的债券。

Commercial paper 商业票据

一种以贴现方式发行、期限在270天或270天以内的货币市场工具。借款者信誉卓著，通常还款义务不须担保，但有些情况下也会使用银行信用额度或者其他手段作为担保。

Competitive bidding 竞价投标

公用事业控股公司和一般债务市政债券的借款人采用的方法。承销的牵头经理人由竞标中最好报价的银行所得。

Conglomerate 综合集团企业

母公司通过控股方式拥有的大量跨行业公司集团。

Cooling-off period 申请禁止期

新公司证券在证券交易委员会登记后的20天等待期，在这期间该证券不许买卖。

Cost of capital 资本成本

公司内四种资本类型的成本，即未分配利润部分的股本资本、新发普通股、优先股和债券的成本。

Cost of debt 负债成本

某家公司考虑税务因素后的负债成本，可以用以下公式表示：

$$负债成本(\%)=\frac{票面利息成本(\$)}{筹资金额(\$)}(1-税率)$$

Cost of equity 股本成本

指在新增资本投资中公司股本的暗含成本占用未分配利润的情况，

这一数字是从资本资产定价模型或者债券收益加风险溢价计算法中得来。如果所计算成本是新增股本资本(新增普通股)的成本,那么就需要加上投资银行费用。

Cost of preferred　优先股成本

发行优先股的新增资本成本,是由合理的分红比例除以优先股平价,再减去所涉及的投资银行费用。

Coupon equivalent yield　息票等价收益率

以债券形式发行的货币市场工具收益率,并不单指简单的贴现息票形式,可以用以下公式表示:

$$\frac{贴现率 \times 365}{360-(贴现率 \times 天数)}$$

Crowding-out effect　挤出效应

当政府借款者通过发行债务主宰整个借贷市场,而公司、市政等其他借款者被挤出市场的情况。这种情况通常发生在一种困难的借贷市场条件下。

Currency swap　货币互换

交易双方在一个特定时期内互换货币本金的程序。在期限终了,双方换回各自原来的货币。

Current yield　现期收益率

债券的票面收益率除以其现行市场价格,由此所得的一种债券收益率。

Customer　客户

传统上专指那些不被允许参加国债拍卖的国债机构投资者。近来,他们被允许参加拍卖,而不再使用一级交易商作为中介。

Dealer-placed paper　交易商募集票据

商业票据交易商代表发行人出售给投资者的商业票据。

Debenture 信用债券

没有资产保证或抵押的债券。

Defeasance 契约废止条款

在到期日前废除债务义务的一种程序，偿付风险由此不再存在。这种程序通常是用一种信用等级较高的债务工具代替较低的债券。

Depository Institutions Act of 1982(Garn－St. Germain Act) 1982年《存款机构法》(《加恩－圣·杰梅因法》)

对银行和存款机构的各类资产负债领域实施自由化措施。

Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980(DIDMCA) 1980年《存款机构放松管制和货币控制法》

加强美联储控制货币的地位，规定存贷款利率上浮的基础。又简称《货币控制法》。

Diff swap 差别利率互换

在利率互换中一方使用某种外国利率计算应付利息，但付息时仍旧使用美元。

Directly placed paper 直接募集票据

直接由发行人而不通过证券商销售给投资者的商业票据。

Discount window 贴现窗口

美联储向存款机构借贷准备金的途径。

Discounted bond 贴水债券

某种债券由于市场利率上涨而导致下跌到票面价值以下。如果借款人是公司或市政的话，贴水原因也可能是不良财务信息所致。

Discounted cash flow(DFW)method 贴现现金流计算法

首次公开发行股票定价的一种方法。根据预期公司的未来收益，然后以某种利率将其贴现，计算现值。这个现值就是发行的市场价格。

Dividend payout 红利支出

公司未分配利润中用于支付普通股红利的金额。

Dividend yield 红利收益率

公司红利的金额除以股票(普通股或优先值)的市场现值。

Earnings-to-price ratio 收益—价格比率

每股普通股的收益除以它的市场现值。其计算结果非常近似于未分配利润的成本(现值)。

Eastern account 东部帐户

市政债券辛迪加的一种组织形式。每个承销商负责销售一定比例的债券,如果某个特定成员没有完成销售份额,其他成员就会接手销售该部分债券。这一组织形式也称作不分割帐户。

Employees Retirement Income Security Act (ERISA) 《雇员退休收入保障法》

规范养老基金经理的行为,建立养老金收益保障委员会(the Pension Benefit Guarantee Board, or Penny Benny)。

Eurobond 欧洲债券

借款人在本国以外发行的债券,票面以某种主要坚挺货币标值。

Eurodollar 欧洲美元

在美国国境以外银行存储的美元。绝大部分的欧洲美元并不计算在美国货币供给中。

Euronote 欧洲票据

一种中期欧洲债券。通常以美元标值,比传统债券的费用结构要低。

Event risk 事件风险

债券风险的一种,出现于80年代并购潮流当中。当公司为某次收购而提高负债财务杠杆时,其信誉评级就会下降。结果,新的、下降的债券评级就导致债券价格的下跌。

Federal Home Loan Mortgage Corporation(Freddie Mac)联邦住宅贷款抵押贷款公司

国会于1971年设立,目的在于为存款机构手里的住宅抵押提供一个二级市场。

Federal National Mortgage Association(Fannie Mae)联邦国民抵押贷款协会

1938年设立,目的在于为合法的、政府担保的抵押提供一个二级市场。

Financial engineering 金融工程

始于80年代以适应(多数情况下)公司需要、设计特殊金融产品的金融创新。这些金融产品包括契约终止条款、互换、颈圈等等。

First mortgage bond 最优先抵押债券

公司以特定房地产担保的高级债务。

Fixed-price reoffering 固定价格再认购

与美国国债相比有可比期限、有特定差价的待认购债券。这个差价由当时的市场条件决定。

Floating-rate bond 浮息债券

联系某种特定参照利率,附以息票付款的债券。在特定间隔中,在特定参照利率基础上加上固定差价因素,相应多次计算利率、相应增减利率。

Foreign bond 外国债券

某个在外国市场交易的实体发行的债券。美国市场上的这种债券叫作"扬基债券"。

Foreign stock 外国股票

在美国证券交易所或场外市场挂牌交易的外国公司股票。

Forward market 远期市场

银行间为现在至 360 天延期交割提供汇率报价的市场。

Fourth market　四级市场

基本为私下交易的市场。机构投资者互相自行买卖证券，而不依托于某个经纪人或有形市场。

Futures contract　期货合约

交易当时以特定价格签定、提供某种商品或金融工具远期交割的合同。

Futures market　期货市场

遵循约定的、标准的技巧和交割期，买卖期货合约的有组织的市场。

General obligation bond　一般债务债券

州政府发行的市政债券，以发行人的一般税收权威提供担保。

Glass-Steagall Act(Banking Act of 1933)《格拉斯-斯蒂格尔法》(1933 年《银行法》)

造成商业银行业和投资银行业的分离，并创立存款保险。

Government National Mortgage Association(Ginnie Mae)政府国民抵押贷款协会

1968 年设立，目的在于帮助各种形式的联邦住宅项目提供抵押市场。

Green shoe　绿鞋条款

首次发行中在市场条件允许情况下增发普通股的技巧。这个条款的名称来源于首次采用这种技巧的“绿鞋公司”。

Greenmail　绿色铠甲

当某名潜在投资者已经积累了相当数量的公司股票，该公司为避免其继续收购和潜在的接管风险而向该投资者买断全部持有股票的程序。

Horizontal merger　横向兼并

两家在本质上从事同一行业的公司之间的兼并。

Hostile takeover 敌意接管

某位不受欢迎的收购者对公司的在外持有股票提出收购要约。

Initial public offering(IPO) 首次公开发行

公司股票的第一次公众认购。

Interest Equalization Tax(IET) 利息平衡税

肯尼迪执政时期,对美国市场上外国股票和债券支付给美国投资者的收益开始征税。最终于尼克松执政时期撤消。

Interest rate swap 利率互换

交易双方为对方的债务互换利息支付的一种安排。这种交易仅涉及利息,不涉及本金。

International Swap and Derivatives Association 国际互换与衍生工具协会

从事互换市场交易的银行成立的国际协会,为成员提供交易行为的标准术语,规范市场操作。

Investment Bank 投资银行

传统上讲,从事证券交易、销售、金融顾问和最为知名的承销的机构。

Junk bond 垃圾债券

以高利率出售给投资者的原始发行债券。高收益表现在债券票面的高息率,或者降低息率并以低于平价的价格贴现发行上。

Junk financing 垃圾融资

对不够投资级别的借款人发放的贷款,通常是中短期贷款。

Lead manager 牵头经理人

最初与借款人接触承销生意的投资银行。牵头经理人位于证券发行公告的承销辛迪加左上端,通常也是交易的簿记员。

League tables 排行榜

投资银行每年承销金额或者并购活动的年度排名。

Leverage 杠杆

涉及与自身股本基础有关的特殊借款活动。一家公司如果在借款越来越多的情况下仍旧保持股本稳定，就叫做提高杠杆负债比率。

Leveraged buyout(LBO) 杠杆收购

公司借入额外资金，目的在于购买合并伙伴的普通股的收购技巧。

Liquid yield option note(LYON) 流动收益期权票据

零息票债券的一种。它具有转换特权，允许投资者将其转换为公司普通股；具有卖出特权，允许投资者将其以特定的价格卖回给公司。

London Interbank Offered Rate(LIBOR) 伦敦同业拆放利率

银行间按照标准 30、90、180 或者 360 天期限支付欧洲美元贷款的利率。

Management buyout(MBO) 管理收购

公司管理层借入资金，购买本公司在外持有股票，最终使公司转为私募公司的收购技巧。

Margin 保证金

为购买证券融资的借入资金。保证金必要率因金融产品的不同而不同，但普通股的标准是统一的。保证金必要率由美联储制定。

Market capitalization 股票市值

按照股票市场价格计算的公司价值，由现行市场价格乘以在外持有股票数量得出。

Market-maker 市场庄家

在场外交易市场为股票和债券提供报价、与客户从事自营交易的证券交易商。

May Day 五月日

1975 年 5 月 1 日纽约股票交易所的固定佣金制度被取消，代之以协议佣金制度。

Merchant bank 商人银行

英国投资银行惯用的称呼，越来越多地在美国使用。专指接受存款、承销和交易证券、发放贷款并提供其他辅助金融服务。

Money center bank 货币中心银行

不仅接受客户存款，而且通过发行可议付的大额存单或银行承兑票据在货币市场融资的商业银行。

Money market 货币市场

容纳自原始发行起一年内期限短期债务交易的市场。

Mortgage-backed security 抵押担保证券

由抵押协助机构发行、以其手中的住宅抵押品为保证的债券。

Municipal note 市政短期债券

一种以贴现方式在货币市场上交易的短期(自原始发行起一年内)市政债券。

Municipal participation note 市政参与票据

一种特殊的市政项目债券，其收益由所在地的连续投票赞成所决定。

Mutual fund 共同基金

投资经理将基金的股份出售给投资者，将所得资金投在股票、债券或者货币市场工具上。这一形式就为投资者相对而言金额不大的资金提供分散投资的可能。共同基金是这一市场的主要基金形式。

National Association of Security Dealers(NASD) 全国证券交易商协会

为执行 1937 年《玛隆尼法》而设立的场外市场的自律组织。

Negotiated bid　协议投标

承销交易中的费用在证券发行人与投资银行牵头经理人之间协商解决。

Original-issue discount bond　原始发行贴现债券

债券(通常是垃圾债券)以低于平价的贴现方式发行,期望其价格在经过一段特定时期后的到期日达到平价。

Over-the-counter　场外交易

通常意义上指,交易商之间通过电话而不是有组织的交易所进行的证券交易。

Parallel loan　平行贷款

英国式的交易技巧,借款人最初用来绕过外汇或资本管制。一家公司私下放贷给另一个国家的另一家公司,以避免资金跨国界流动。

Participation certificate(PC)　参与凭证

联邦住宅贷款抵押公司和联邦国民抵押协会发行的一种债券,类似于政府国民抵押协会发行的转手凭证。证券的利息和本金偿付每月从住宅抵押付息人经发行机构辗转传递给投资者。

Pass-through certificate　转手凭证

政府国民抵押协会发行的一种债券。通过这种债券,可以将每月或许有的利息和本金转手支付给债券持有人。

Perpetual bond　永久债券

一种没有到期日的债券。

Poison pill defense　毒丸防御

公司用来防御不受欢迎的接管企图是采用的一种方法。一旦发现接管企图,公司就开始发行新优先股或债券,这样为支付这些证券利息而增加的固定成本就会使收购者知难而退。

Pot　未销证券额

簿记员保留的新发证券库存。

Preference equity redemption cumulative stock(PERCS) 优先股偿付累积股票

优先股的一种，要求发行公司通过转换或现金支付在特定的价位回购它。该种股票在被回购的时候，价位略低于市场价，但高于发行价，这使投资者在证券发行时就能注意到这一独特品种。

Perferred dividend 优先股红利

优先股的红利通常是固定的，也可能是浮动或可变的。

Premium bond 升水债券

债券以高于平价的价位交易，因为市场利率不断下跌。

Price-to-earnings ratio 市盈率

每股股票的市场价格与每股股票盈利的比率，这可以看出该股票在同行业类股票中的价值。

Primarily engaged rule 首次介入原则

美联储最近重新诠释《格拉斯-斯蒂格尔法》第二十款，允许商业银行介入公司证券的有关交易，判断依据是它们先前从事国债市场交易的记录。

Primary dealer 一级交易商

美联储认可的证券交易商或商业银行，通过与它们的国债买卖执行其货币政策。

Primary distribution 一级分销

新股票对投资大众的销售。

Primary market 一级市场

证券初次销售的市场(又称新发行证券市场)。

Prime rate 优惠利率

商业银行对它们最佳客户的贷款利率，通常在商业票据利率的基础上加一个风险差价。

Prospectus　募股说明书

根据证券交易委员会规定，该文件描述新证券发行人的状况以及对第一手购买者的销售情况。

Prudent man rule　谨慎人原则

美国1940年《投资顾问法》规定，投资经理必须遵循"谨慎人"原则，也就是说紧紧围绕客户的投资目标展开证券投资。

Public Utility Holding Company Act of 1935　1935年《公用事业控股公司法》

规定公用事业控股公司的新证券发行采用竞价投标承销的方式。

Put option　卖出期权

在特定日期以特定价格卖出某种证券或其他金融工具的一种选择权合约。

Quanto swap　数量利率互换

在利率互换中一方互换者基于甲种货币收取利息，而基于乙种货币支付利息。

Queuing system　排队系统

许多欧洲中央银行采用的系统，要求外国证券发行人"排队"进入新发行市场。

Real estate mortgage investment conduit(REMIC)　房地产抵押投资导管债券

基于其他房地产抵押证券的一种抵押债券。这种债券的目标在于改变投资者的现金收益流，代之以将投资者暴露在不确定的转递收入上。这样，一些房地产抵押投资导管债券的持有人可能五年内或更长时间内没有任何回报。房地产抵押投资导管债券类组合由投资银行操作。

Repurchase agreement(repo)　回购协议

交易商之间，或者交易商与投资者之间临时性卖出并随之购回的货币市场工具。当联储与一级交易商进行此类操作时，第一步变成购入，再随之卖回，有时称之为“再销售协议”。

Revenue bond　收益债券

市政债券的一种，偿还利息及本金的来源是特定的项目或企业。

Reverse repurchase agreement(reverse)　逆回购协议

先购入再随之卖回某一种市场工具。当联储进行此类操作时，就变成先卖出再随之购回。

Risk-free rate　无风险利率

90天期国债的贴现利率。

Samurai bond　武士债券

外国借款人在日本市场发行的债券，用日元标值。

Secondary distribution　二级分销

销售某些已经存在的股票，这些股票金额太大而不适于在股票交易所或普通的场外交易市场交易。

Secondary market　二级市场

买卖已经存在的金融工具的市场。

Securities and Exchange Act of 1934　1934年《证券交易法》

设立了拥有专职付薪人员的证券交易委员会，要求国内交易的全部(有组织)证券进行登记。

Securities and Exchange Commission(SEC)　证券交易委员会

1934年《证券交易法》设立的立法组织，负责监管公司证券的新发行市场以及有组织的交易所。

Securities Act of 1933　1933年《证券法》

规范市场的第一部证券立法，包括要求新发行的公司证券和外国证券进行登记，并确保投资者获得适当的信息。

Securities Industry Association(SIA)证券业协会

投资银行家协会的继承者，是代表证券业的交易集团。

Securities Investor Protection Corporation(SIPC)　证券投资者保险公司

1970年由国会设立，保护客户的经纪帐户。它在由于经纪公司操作不当而造成损失时为这些帐户提供保险。

Securitization　证券化

借款人将无法变现的金融资产抵押为债券的过程。

Selling group　证券销售集团

牵头经理人指定的一组经纪人，代理新证券的推销。这些经纪人的费用相对较低，他们不出现在证券发行公告上。

Separate Trading Receipts of Interest and Principal(STRIP)　离拆单售债券本息票

美国财政部的官方项目，允许交易商在告知美联储后将国债的本金和利息票据拆分出售。

Serial bond　序列债券

于指定年限依照所附的连续号码部分地、连续地到期的债券。

Shelf registration　暂搁注册

证券交易委员会415条款规定，潜在的证券发行人在有关机构事先注册待发行证券，而后他们可以提供新数据以便随时登记进入市场。这加快了市场审批的进度，因为证券交易委员会有条件省免正常的申请禁止期。

Specialist　专营交易商

股票交易所内操作特定股票的市场庄家，在交易所大厅里有固定的

位置。

Subordinated debenture 从属信用债券

在公司负债结构中次于正常信用债券等级的一种债券，也称作初级债券。

Swaption 互换期权

允许持有人在特定时间以特定价格执行某一利率互换的期权。通常在场外交易中为银行或交易商服务。

Syndicate 承销商辛迪加

参加承销交易的承销商集团，由牵头经理人邀请加入交易。

Tax Reform Act of 1986 1986 年《税制改革法》

目的在于简化美国税制条令的主要税法，取消了对长期资本收益的特殊待遇，改变了市政债券的许多税收规定。

Tender offer 收购要约

以特定价格购买某公司现存股票的要约，由证券交易委员会通过的威廉姆斯法作出规定。

Term structure of interest rates 利率的期限结构

不同期限的短期工具和债券的收益率。如果图示的话，就是所谓的收益曲线。

Third market 三级市场

场内为挂牌股票的大宗交易所设的市场，也称批发交易市场。

Tombstone ad 墓碑广告

新证券销售完毕后登在报纸上的广告，像家族族谱一样排列经理人和承销商。

Treasury peg 国债钉住利率

美联储采用的限制国债收益率的措施，以干预市场的方式使市场价

格维持所需的曲线。二战至朝鲜战争期间采用。

Trust Indenture Act of 1939　1939 年《信托契约法》

将债券受托人的身份与其他投资银行业务受托人的功能分开。

Underwriter　承销商

向发行人承诺动用自己资金购买全部或部分新发行证券的投资银行，其目的在于将这些证券销售给公众。

United States v. Henry S. Morgan et al.　美利坚合众国讼亨利·斯特奇斯·摩根等人案

1947 年美国司法部起诉 17 家投资银行，指控它们同谋把持了公司证券发行的绝大多数牵头经理和联合牵头经理位置。

Vertical merger　纵向兼并

两家从没有任何经济联系、分属不同行业的公司之间的兼并。

Warrant　认购权证

允许持有人在特定时期内以特定价格购买某公司股票或债券的金融工具。

Western account　西部帐户

市政债券承销辛迪加的一种。辛迪加成员各自负责自己的承销份额，也称作分割帐户。

White knight　白马王子

当一家公司遭遇敌意收购时采取的温和手段，管理层主动寻找与公司现行管理运作相一致的接管伙伴。

Williams Act of 1976　1976 年《威廉姆斯法》

规范监管公司接管行为的立法，规定证券交易委员会规范所有惠购发盘，接管的每一步骤都有章可循，由此产生公平的程序。

Yankee bond　扬基债券

外国公司或政府在纽约市场上发行的债券，在证券交易委员会登记，以美元标值。

Yield curve　收益曲线

表示利率的期限结构的图表，也就是由不同期限的短期工具和债券的收益率绘制的曲线。

Yield to call　早赎收益率

发行人在到期日前收回债券时的收益率。

Yield to maturity　到期收益率

将息票支付、现行市场价格和至到期日的天数计算在内的债券收益率。

Zero-coupon bond　零息票债券

没有息票支付的债券，低于面值贴现出售，在到期日按票面平价收回。

参考书目

American Stock Exchange. Fact Book. Various issues.

Auerbach, Joseph, and Samuel L. Hayes. Investment Banking and Diligence: What Price Deregulation? Boston: Harvard Business School Press, 1986.

Benston, George J. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Reconsidered. New York: Oxford University Press, 1990.

Burns, Helen. The American Banking Community and New Deal Banking Reforms. Westport, CT: Greenwood Press, 1974.

Carosso, Vincent. Investment Banking in America: A History. Cambridge: Harvard University Press, 1970.

Chernow, Ron. The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance. New York: Simon & Schuster, 1990.

Coffee, John C., Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman, eds. Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover. New York: Oxford University Press, 1988.

Corrigan, E. Gerald. "Changes in the Government Securities Market." Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review (Autumn 1991): 6-11.

Eccles, Robert G., and Dwight Crane. Doing Deals: Investment Banks at Work. Boston: Harvard Business School Press, 1988.

Federal Reserve Bank of New York. International Competitiveness of U.S. Financial Firms: The Dynamics of Financial Industry Change. New York: FRB of New York, 1992.

——. International Competitiveness of U.S. Financial Firms: Products, Markets, and Conventional Performance Measures. FRB of New York, 1992.

First Boston Corporation. Handbook of U.S. Government and Federal Agency Securities. 34th ed. Chicago: Probus Publishing Co., 1992.

Geisst. Charles R. Entrepot Capitalism: Foreign Investment and the American Dream in the Twentieth Century. New York: Praeger, 1992.

——. Visionary Capitalism: Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century. New York: Praeger, 1990.

Group of Thirty. Derivatives: Practices and Principles. Washington: Group of Thirty, 1993.

Hayes, Samuel L., and Philip Hubbard. Investment Banking: A Tale of Three Cities. Boston: Harvard Business School Press, 1990.

Marshall, John F., and Vipul K. Bansal. Financial Engineering. Boston: Allyn & Bacon, 1992.

McCauley, Robert N., and Steven A. Zimmer. "The Cost of Capital for Securities Firms in the United States and Japan." Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review (Autumn 1991): 14-27.

Meyer, Charles H. The Securities Act of 1934 Analyzed and Explained. New York: Francis Emory Fitch, 1934.

New York Stock Exchange. Fact Book. Various issues.

Peach, W. Nelson. The Securities Affiliates of National Banks. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1941.

Stigum, Marcia. The Money Market. 3rd ed. Homewood, IL: Business One Irwin, 1990.

——. Money Market Calculations: Yields, Break-Evens, and Arbitrage. Homewood, IL: Dow Jones Irwin, 1981.

U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1975. Washington: U.S. Government Printing Office, 1979.

Wigmore, Barrie. The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States, 1929 – 1933. Westport, CT: Greenwood Press, 1985.

Williamson, J. Peter, ed. The Investment Banking Handbook. New York: John Wiley & Sons, 1988.

索　　引

agency securities 机构证券
corporate bonds 公司债券
equities 股票
municipal bonds 市政债券
SEC Rule 144A 证券交易委员会144A条款
SEC Rule 15c 证券交易委员会15c条款
SEC Rule 415 证券交易委员会415条款
SEC Rule U-50 证券交易委员会U-50条款
Section 20 of the Glass-Steagall Act 《格拉斯—斯蒂格尔法》第二十条
Securities Act of 1933 1933年《证券法》
Securities and Exchange Act of 1934 1934年《证券交易法》
Securities and Exchange Commission(SEC) 证券交易委员会
Securities Industry Association(SIA) 证券业协会
Securities Investor Protection Corporation(SIPC) 证券投资者保险公司
Securitization 证券化
Securitized bond 证券化债券
Selling concession 销售返还
Selling group 销售集团
Separate Trading Receipts of Interest and Principal(STRIPS) 离拆单售债券本息票
Serial bond 序列债券
Shelf registration 暂搁注册
Sherman Anti-Trust Act 《谢里曼反托拉斯法》
Short position 空头
Short selling 卖空
Sinking fund 偿债基金
Specialists 专营商
Stabilization 稳定价格
Standard & Poor's Corporation 标准普尔公司
Straight issues 直接证券
Strong, Benjamin 本杰明·斯特朗
Structured finance 结构金融
Student Loan Marketing System(Sallie Mae) 学生贷款推销协会(莎莉·梅)

译者后记

美国曼哈顿学院的查里斯·R·吉斯特(Charles R. Geisst)先生所著的《金融体系中的投资银行》(Investment Banking in the Financial System)一书曾被中国人民银行总行研究生部选作参考教材。此次中译本的出版保留了该书的原貌,每章后面的习题、注解以及书后的词汇表和参考书目都有助于读者加深对投资银行这一陌生领域的理解。因为投资银行的行业术语在国内还没有全面、准确的定译,故而译者在书中对相关专业词汇标注了原文,便于读者对照其他资料阅读。作者原文用词曲奥艰深,译文在不影响读者理解的情况下尽力忠实原文。

本书的中译出版得到了美林国际有限公司北京代表处陈威小姐的帮助,同时北京大学王敖、徐琳、熊育竹、华泰兴业投资顾问有限公司郭剑昆、北京道隆投资顾问有限公司马丽也做了多方面的工作,在此一并表示感谢。特别感谢中国人民银行总行研究生部主任唐旭教授亲自审订全部译稿。作为金融学家和投资银行专家的J.P.摩根北京代表处首席代表贝多广先生欣然赐序,更赋予本书中译出版的特殊意义。在这里,译者最后要感谢的是恩师姜洪先生传道、授业、解惑的悉心关怀和教诲。

疏漏纰缪,在所难免,敬请读者指正。

译　者

一九九八年元旦